



大成 DENTONS

DENTONS
CHINA

「大成 30 周年所庆文集」

股权投资退出纠纷实务 研究报告

大成律师事务所

课题
主持人



刘净

高级合伙人

地点：大成北京

专业领域：争议解决、
破产重整与清算、公司与并购

课题
参与人



龚海燕

合伙人

地点：大成北京

专业领域：争议解决、公司与并购、
破产重整与清算、跨境投资与贸易

课题
参与人



陈响宇

律师

地点：大成北京

专业领域：争议解决、
破产重整与清算、
公司与并购、银行与金融

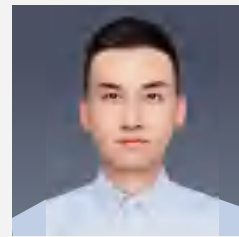


张雅婷

律师

地点：大成北京

专业领域：争议解决、
破产重整与清算、
公司与并购、银行与金融



王朕

律师

地点：大成北京

专业领域：争议解决、
破产重整与清算、
公司与并购、银行与金融

CONTENTS

前言	002
第一章 股权回购纠纷中的争议问题	003
▪ 股权回购协议的触发条件	005
▪ 股权回购协议效力认定中的争议问题	006
1. “海富案”确立了与股东对赌有效, 与公司对赌无效的裁判规则	006
2. 《九民纪要》作出新的司法处理意见, 认为与公司对赌不宜轻易认定为无效	006
▪ 股权回购协议履行中的争议问题	007
1. 有证据表明目标公司不能如期完成对赌目标, 投资人可以主张预期违约, 提前触发回购条件	007
2. 投资人虽参与目标公司经营管理, 但未导致回购义务人丧失控制权, 不影响回购条件成就	008
3. 投资人存在违约情形, 但不影响回购条件成就时, 回购义务人不得据此抗辩免责	009
4. 当不可抗力、情势变更事由直接导致回购条件成就的, 回购义务人可主张免除回购义务或调整回购价款	009
5. 约定目标公司对大股东支付股权回购款承担连带责任被认定为债务加入时, 仍可能面对法定的减资障碍	010
6. 对股权回购责任的上限约定应属有效, 但需作出合理的方案设计	011
7. 为配合上市清理而约定股权回购协议自动失效的, 目标公司上市后, 回购权则丧失	012
8. 股权回购条件触发后, 国有企业作为回购义务人, 是否需经二次审批存在不同观点	013
9. 与目标公司签订股权回购协议但未完成减资程序的, 法院将驳回投资人的诉讼请求	014
▪ 股权回购价款计算中的常见争议问题	015
1. 股权回购款虽既非违约金、也非借款, 但综合投资收益可能仍受限制	015
2. 当投资方同时主张股权回购与业绩补偿时, 多数法院仅支持股权回购的单项请求	016
第二章 差额补足纠纷中的争议问题	017
▪ 差额补足条款的法律属性争议	019
▪ 差额补足纠纷中的裁判思路	020
1. 符合保证特征, 认定为保证	020
2. 具有加入债务或者与债务人共同承担债务等意思表示, 认定为债务加入	021
3. 难以确定是保证还是债务加入, 认定为保证	021
4. 与主债务不具有从属性、同一性, 认定为独立合同	022
5. 差额补足条款被认定为保证或债务加入时, 均需要履行内部决议程序或公告程序方才有效	023
▪ 小结	024
第三章 股权退出时的股债之辩	025
▪ 上市公司定增保底抽屉协议履行中的主要争议问题	027
1. 旧裁判观点认为上市公司定增保底抽屉协议有效	027
2. 新裁判观点认为上市公司定增保底协议无效	028
▪ 名股实债、股权转让与担保交易中的股债辨析	029
(一) 股债性质认定问题	029
1. 投资人通过增资 \ 股权转让 + 固定收益 + 回购的方式对目标公司投资, 取得股东资格并享有参与管理、表决等股东权利, 综合认定为股权投资关系	029
2. 投资协议约定固定回报并明确到期必须回购, 表明合同目的是通过股权转让与担保的方式保证投资公司回收本金及实现固定债权收益, 应为债权性质	030
3. 股权转让协议中仅约定固定收益 / 回购条件, 未进行股权变更登记, 新投资者未积极履行股东义务, 综合认定为债权投资	031
4. 股权回购的发生属于不确定事项, 一般认定为股权; 股权回购的发生属于确定事项的, 一般认定为债权	032
5. 股权转让与担保和股权转让区别: 股权虽已变更登记至受让人名下, 但该股权转让系以担保债权实现为目的, 则此种合同属于让与担保合同	032
(二) 名股实债效力问题	033
1. 名股实债交易认定为债权投资, 主张民间借贷无效者需举证证明投资方以发放贷款、收取利润为常业, 或套取金融机构资金	033
2. 名股实债交易认定为债权交易, 投资方未经减资程序、自行转出注册资本的行为不构成《公司法》上的抽逃出资	034
3. 股权转让与担保权人不应承担出资瑕疵补充责任	035
▪ 小结	036

第四章 解除股权投资协议的裁判观点梳理	037
▪ 解除股权转让协议, 应证明“合同目的不能实现”	039
1. 如果合同目的已经实现, 即使满足约定的解约条件, 法院也可能不支持解约	039
2. 对于各种情形的法定解除权, 法院通常会考察“合同目的实现”问题	040
▪ 股权转让协议之“合同目的”的司法审查和认定	041
1. 就股权转让协议而言, 受让股权、取得企业经营权、控制特定资产或从事特定业务, 是常见的三种类型化的合同目的	041
2. 法院往往不接受将商业预期作为合同目的	042
3. 违反主要的“陈述与保证”可能被认定为导致合同目的不能实现	043
▪ “综合判断”的审查标准增加了解除股权转让协议的难度	044
1. “汤长龙诉周士海股权转让纠纷案”确定解除股权转让协议相较于解除一般买卖合同的特殊性	044
2. “综合判断”往往成为法院不支持解除股权转让协议的理由	045
3. “综合判断”vs“合同目的是否实现”, 后者胜出	046
4. 常见的影响“综合判断”的因素	047
▪ 公司法的基本原则在解除增资协议案件中的应用	049
1. 根据公司债权人利益保护原则, 如已进行增资登记, 投资人难以要求返还投资款	049
2. 根据公司资本充实原则, 投资人不能要求返还投资款(含注册资本和资本公积金)	050
3. 仅当协议有明确约定时, 股东之间才有互相返还出资款的义务	051
4. 根据公司自治原则, 法院通常不会支持原告提出的强制要求目标公司减资的请求	051
▪ 小结	052

第五章 破产或清算时的股权退出	053
▪ 破产中的股权退出常见争议问题	055
(一) 破产时对股、债性质的认定需要结合多重因素考量	056
1. 已被生效裁判文书确定为债权的, 破产中将保持一致性, 认定投资为破产债权	056
2. 以保护第三人利益为由, 认定投资为股权	057
3. 法院以投资未完成“股转债”程序为由, 认定投资为股权	057
4. 我们对类似案例判决思路的观点理解	058
(二) 破产时股东借款是否会劣后其他普通债权受偿存在不同观点	059
1. 美国的衡平劣后原则(“深石原则”)——当债权人有不公平行为时, 法院有权令该债权人劣后于其他债权人受偿	059
2. 我国关于“深石原则”的态度尚不明确, 但实务中已有反映该原则的规定及案例	059
▪ 清算中的股权退出常见争议问题	061
1. 优先清算条款是缩减投资人投资风险의 常见安排	061
2. 优先清算条款是法院认定投资为债权的考量因素之一, 但不必然导致法院认定投资为债权投资	061
3. 清算时, 股东超出其认缴注册资本而投入公司的款项, 应如何认定?	062
▪ 小结	064

第六章 股权退出时向其他股东或董事、高管的追偿	065
▪ 股权退出时可向其他股东追偿的情形	067
1. 其他股东违反出资义务的, 可要求其全面履行出资义务或在未出资范围内对公司债务承担连带清偿责任	067
2. 其他股东违反清算义务的, 可要求其承担相应赔偿责任或对公司债务承担连带清偿责任	068
3. 其他股东滥用股东地位的, 可要求其承担相应赔偿责任	069
▪ 股权退出时可向目标公司董事、高管追索的情形	070
1. 董事、高管违反忠实义务的, 可要求其向公司返还所得收入	070
2. 董事、高管违反勤勉义务将承担法定的赔偿责任	070
▪ 小结	073

结束语	074
-----	-----

前言

股权投资，一直是市场经济环境下的主要投资方式。作为投资者，一方面希望通过股权投资成为股东，获得公司未来发展的红利；另一方面，也希望获得投资的安全保障。尤其是在私募股权投资中，投资的最终目标不是长期持有股权，而是希望在一段时间后完成股权投资退出，并在投资退出时实现盈利。私募股权投资退出的主要方式包括首次公开上市（IPO）和股权出售（包括回购）。公开上市使投资者手中的股权转变为上市公司股票，可以在二级市场上售出，从而实现具有流动性的盈利；在目标公司经营状况良好的情况下，股权出售一般也可以获得相应的投资溢价。

然而近几年，由于经济下行，股权投资失败的情况越来越多，所投资的目标公司达不到预期的业绩，更不可能实现上市，导致股权退出争议的案件频发。这其中涉及不少新情况、新问题，既有法律研究的价值，也被股权投资者密切关注。本文研究的正是股权投资退出纠纷中的主要争议问题，重在梳理和研究针对该等争议问题的相关裁判规则。

报告分为六章，从六个维度研究股权退出中的争议问题，包括：一、股权回购；二、差额补足；三、股债之辩；四、股权投资协议的解除；五、破产和清算；六、向其他主体追偿的可能。

报告重在实务研究，以问题为导向，以实务为基础。我们通过研究大量的案例，从中筛选出典型案例进行分析研究，并尽可能地直接给出解决方案。有些问题并无标准答案，我们也提出问题，客观呈现司法裁判情况，并做简要分析。

刘净律师长期致力于股权纠纷的理论与实践，作为法官和仲裁员，曾经审理了大量股权纠纷案件，并在北京仲裁委、北京律协、大成律所等处开展了股权纠纷多个板块的专业讲座。本报告由刘净律师负责主题、框架和全文修订，并撰写第二章。龚海燕律师也是公司法领域的资深律师，在投资并购领域经验丰富，负责撰写第四章。陈响宇、张雅婷、王朕三位律师新锐，都在股权投资领域具有实战经验和独到见解，王朕负责撰写第一章，张雅婷负责撰写第三章，陈响宇负责撰写第五章、第六章。

写作中难免有疏忽错漏之处，敬请批评指正。

第一章

股权回购纠纷中的 争议问题

实现对被投公司的最优化退出，是私募股权“购买、改进、卖出”业务模式中最具挑战性的部分，也是对管理人投资策略的最终验证。PE/VC投资实践中的股权回购安排，通过向投资人偿还部分或全部已投资本，成为常规退出策略（IPO、向第三方出售等）失败时的备选方案。本文通过梳理股权回购协议在争议解决环节所涉典型问题，以观察研究实践中的情况。

股权回购协议的 触发条件

股权回购协议，是指投资方与融资方在达成股权性融资协议时，约定投资人在特定条件下可以要求公司或公司原股东溢价回购投资方所持有的该公司股份的安排。股权回购是我们常说的“对赌协议”中的主要方式，其他方式还包括业绩补偿、差额补足等。投资方对赌的对象，包括目标公司本身或目标公司的股东及实际控制人。

股权回购触发条件大致分为四类：**(1) 目标公司需实现的财务性、经营性业绩指标，例如净利润、营业额指标；(2) 目标公司市场占有率、新技术研发时间等非经营性目标；(3) 对目标公司信息进行如实陈述、披露；(4) 目标公司的上市承诺。如果以上条件未实现，则触发回购条件，投资方可以请求股权回购。**

从功能上讲，股权回购条款是对未来不确定性的一种调整安排，同时能够起到激励经营者的功能与保障退出的功能。

股权回购协议效力认定中的 争议问题

1. “海富案”确立了与股东对赌有效，与公司对赌无效的裁判规则 >>>>>>

投资人与目标公司股东之间的回购条款，因属当事人意思自治、且条款具备内在的合理性，认定有效的争议并不大。而投资人与目标公司之间达成的回购协议是否有效，曾经有不同意见，直至“海富案”判决出台。

2012 年最高人民法院（下称“最高院”）作出“甘肃世恒有色资源再利用有限公司等与苏州工业园区海富投资有限公司增资纠纷再审案”（即著名的“海富案”）再审判决，明确了“与股东对赌有效，与公司对赌无效”的裁判规则。最高院认为，投资者与目标公司本身之间的补偿条款如果使投资者取得相对固定的收益，则该收益会脱离目标公司的经营业绩，直接或间接地损害公司利益和公司债权人利益。该观点当时成为处理此类案件的统一观点。

2. 《九民纪要》作出新的司法处理意见，认为与公司对赌不宜轻易认定为无效 >>>>>>

随着对赌案件数量的增多，为规避前述认定，市场常出现以借款的名义代替实质投资的行为，造成投资关系的性质模糊。在此基础上，最高院于 2019 年《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称《九民纪要》）中作出新的司法处理意见，认为投资者与目标公司之间的股权回购协议，在没有法定无效事由的情况下，应为有效。

同时强调，股权回购因涉及公司资本向股东流出，应当遵守《公司法》第 35、74、91、142 条有关“股东不得抽逃出资”和“股份回购”的强制性规定，并完成减资程序。对于目标公司未完成减资程序的，法院将驳回请求目标公司回购股权的诉讼请求。至此，目标公司能否回购或补偿 PE/VC 投资者，司法裁判的标准和思路得以统一，并转为对可履行性问题的关注。

股权回购协议履行中的 争议问题

本文列举了股权回购协议履行过程中几种常见的争议类型，其中有些问题尚未形成统一认识。也正是因存在不同意见，才有研究的价值。对于争议问题，我们也对实务中的裁判观点进行了总结提炼，并简要分析。

1. 有证据表明目标公司不能如期完成对赌目标，投资人可以主张预期违约，提前触发回购条件

在部分股权回购纠纷中，目标公司及大股东的清偿能力已显著不足，甚至还面临其他权益受损的投资人、利害关系人对目标公司、创始团队的管理瑕疵提起赔偿诉讼。鉴于债权人之间在债权实现上地位平等，必将产生起诉、保全及冻结财产的竞争。因此，回购能否提前实现，并在最短时间内完成退出，成为投资人利益实现的重要途径。

我们认为：投资人可通过预期违约制度实现提前行使股权回购权。《民法典》第 578 条规定，当事人一方明确表示或者以自己的行为表明不履行合同义务的，对方可以在履行期限届满前请求其承担违约责任。在举证方面，投资人可以根据回购条件的触发机制，判断回购条件实现的可能性。如到期必然无法实现，则可视为回购义务人已“通过行为表明其不履行合同”的意愿。另外，为获得主动权，投资人也可通过问询函、召开股东会等方式，调查目标公司的经营情况是否可以如期完成业绩，或根据公司上市的法定条件及实操流程，比对目标公司的发展进度，来进行判断。

典型案例 1：北京乾坤翰林文化传播有限公司、杨新红合伙协议纠纷案（审理法院：最高院案号：(2018)最高法民申 3275 号）

裁判观点：在杨新红一直未提交翰林公司 2015 年审计报告，且双方当事人合作客观上已经无法继续的情况下，翰林公司已不可能于 2016 年 9 月 30 日前“取得政府部门等有权机关、机构（包括但不限于证监会）同意将其资产注入合金投资

的批复”，故招银叁号于回购条件成就前提起本案诉讼符合《中华人民共和国合同法》第一百零八条的规定。

2. 投资人虽参与目标公司经营管理，但未导致回购义务人丧失控制权，不影响回购条件成就

实践中，投资人通常会在股东协议中订入控制权条款，以实现目标公司的积极参与，如董事会结构条款、董事会僵局条款、对股份转让的限制等。特别是，当投资人在交割后成为控股股东时，其控制角色还直接主导目标公司的经营。因经营管理与回购条件中的业绩要求、上市承诺关系紧密，一旦回购条件触发，回购义务人往往以投资人控制或介入公司经营为由，进行免责抗辩。

我们认为，投资人对公司的管理权源于法定或当事人的约定，一般情况下不得成为回购义务人的免责理由。但考虑到回购条件的作用机制，如投资人通过“控制”，实质变更了目标公司的合作基础，或未能妥善处理与公司利益的冲突、严重干预目标公司合理的商业判断，例如：恶意解雇目标公司核心创收人员、放弃目标公司核心盈利业务等，由此致使的回购条件成就的，回购义务人可主张《民法典》第 159 条关于“当事人为自己的利益不正当促成条件成就的，视为条件不成就”的规定进行抗辩。

典型案例 2：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）合同纠纷案（审理法院：最高院案号：(2014)民二终字第 111 号）

裁判观点：关于九鼎投资中心在本案中是否存在违约行为，以及是否影响本案民事责任承担的问题。本案中，蓝泽桥与湖北天峡公司未提供充分证据证实九鼎投资中心存在为自身利益不正当促成回购股份条件成就的情形，其提出九鼎投资中心不正当阻止公司上市的抗辩理由不能成立，本院不予支持。其一，关于高管人员离职问题。九鼎投资中心派出的部分高管人员离职后宜都天峡公司仍在生产经营，而公司财务造假属人

为因素造成，高管人员离职的事实不应成为宜都天峡公司财务报表出现虚假的理由，更不是公司无法上市的直接原因。其二，关于宜都天峡公司部分银行贷款没有到位的问题。从《投资协议书》第 8.4 条九鼎投资中心承诺并保证的内容看，九鼎投资中心的合同义务是“协助宜都天峡公司获取 1 亿元贷款融资额度”，该义务仅为协助义务，且该协助义务并无相应的细化约定，故认定九鼎投资中心违约缺乏事实依据。因此，蓝泽桥与湖北天峡公司有关因九鼎投资中心存在违约行为应免除其回购股份民事责任的上诉理由缺乏事实与法律依据，本院不予支持。

3. 投资人存在违约情形,但不影响回购条件成就时,回购义务人不得据此抗辩免责 >>>>>>

实践中,回购义务人常以投资人出资瑕疵、或其他违约事由作为回购义务的免责抗辩。一般来说,只要回购条件成就,就应当承担回购义务。因此,投资人违约是否能够产生回购义务人的免责抗辩在实务中存有争议。

我们认为,对于投资人而言,回购权是其在投资合同项下的重大权利,仅当其自身违约过错程度较大时,且是回购条件触发最直接、主要原因,才有回购义务人免责抗辩的余地,其他情形则可按照“过错相抵”原则进行处理。

典型案例 3: 陈猛与南京誉达创业投资企业(有限合伙)股权转让纠纷案(审理法院:上海市高级人民法院 案号:(2016)沪民申 2707 号)

裁判观点: 本案法律关系是基于誉达创投对超硅公司增资而形成的、并由超硅公司股东陈猛附条件予以股权回购之关系,趋同于资本市场的 PE 与目标公司股东间的对赌关系,现该法律关系的效力已经司法实践予以认同。本案中,因系争协议约

定的回购条件已经成就,回购价格条款约定清晰,故誉达创投当然有权要求承诺人陈猛据约收购誉达创投持有的超硅公司股份。陈猛抗辩认为其不负有该收购义务,与约定之条款不符,其所谓的不可抗力和情势变更情形亦不具备相应的事实基础和法律依据,故本院不予采信。誉达创投前期的增资是否存在迟延,与陈猛后期回购义务的履行不具有直接关联。

4. 当不可抗力、情势变更事由直接导致回购条件成就的,回购义务人可主张免除回购义务或调整回购价款 >>>>>>

目标公司、大股东如若能够证明存在“不可抗力/情势变更事件”与合同履行受到影响之间的直接“因果关系”时,有可能获得免责或者调整合同价款的效果,破除了对赌协议的不受不可抗力、情势变更规则调整的误解。另外,情事变更制度目的在于消除合同因情事变更所产生的不公平后果,而不可抗力制度属于合同严格责任下法定的免责事由,在具体应用时也需作出区分。

我们认为,只有不可抗力/情势变更是回购条件触发的最近、唯一和关键原因,且不能存在阻断因果关系的其他事由的情况下,方可适用。如回购条件的触发,是不可抗力/情势变更与人为原因共同促成,还应本着“原因与责任成比例”的精神,确定回购义务人的责任比例。

典型案例 4: 四川省坤百年商业运营管理有限公司与谢吉东、谢吉斌公司纠纷案(审理法院:四川省成都市成华区人民法院 案号:(2021)川 0108 民初 574 号)

裁判观点: 《投资人协议》约定的回购股份条件为“当目标公司连续两个指标考核日低于上述运营指标的 25% 或者亏损,或当目标公司或者一方违反本协议附件一所作的任意一项保证”,结合《投资人协议》对筹建期间不进行考核的约定及附件二对指标考核日的约定,得出第一个考核期间应为 2019

年的 2 月至 2019 年 7 月,第二个考核期间应为 2019 年 8 月至 2020 年 1 月...对于第二个季度及此后,因 2020 年 1 月底开始遭遇新冠肺炎疫情,网吧经营受到严重影响甚至长时间停业,导致公司处于亏损状态未达到《投资人协议》的目标,但该情况属于不可抗力因素导致,不能归责于谢吉斌、谢吉东,坤百年公司以此阶段未到达考核标准为由要求按照实际出资金额回购股权明显有违公平原则和诚实信用原则。综上,坤百年公司主张的回购条件均不能成立,其不享有按照《投资人协议》要求谢吉斌、谢吉东回购股份的权利。

5. 约定目标公司对大股东支付股权回购款承担连带责任被认定为债务加入时,仍可能面对法定的减资障碍 >>>>>>

在海富案之后,实务中出现了新的交易结构,即投资人与大股东签订股权回购协议、目标公司对大股东回购款的支付承担连带责任。其中,关于连带责任的定性,如明确约定是连带责任保证,则从约定。但当仅约定承担“连带责任”的字样,司法实践则存在债务加入或连带责任保证两种不同的理解。

问题在于,目标公司承担连带责任,是否还受“股东不得抽逃出资”及股份回购的强制性规定规制,实务中也存有不同认识。当认定为债务加入时,由于目标公司的债务与原债务人的债务具有同质性,多数法院认为目标公司需履行减资程序;当认定为连带责任保证时,由于担保债务具有从属性,且保证责任多体现为金钱责任,保证人还享有向主债务人追偿的权利,多数法院则认为该等责任承担与“抽回出资”的形式不同,并不需要履行减资程序。值得注意的是,前述二结论,也均存有少数相反案例。

典型案例 5: 上海泰山天颐创业投资合伙企业(有限合伙)与袁谊等股权转让纠纷二审民事判决书(审理法院:上海市第一中级人民法院 案号:(2021)沪 01 民终 4326 号)

裁判观点: 一审法院审理后认为“对于沃特奇公司是否应对袁谊、王文根、房旻、朱宏杰支付回购款义务承担连带责任问题。泰山天创投资主张其未要求沃特奇公司承担回购义务,而是要求沃特奇公司对股东支付回购价款义务承担连带责任,性质为债务加入。债务加入的法律后果是股东与目标公司对回购义务承担连带责任,其结果上与要求沃特奇公司支付回购款并无差别,系变相要

求目标公司回购股权,而根据公司法的相关规定,公司回购股东的股权,应当经过减资等法定程序,现泰山天创投资并未提交证据证明目标公司已完成减资程序,泰山天创投资要求沃特奇公司承担连带责任的诉请,一审法院不予支持”,二审法院认为“泰山天创投资上诉还主张由标的公司沃特奇公司对前述费用支出承担连带赔偿责任,但由于在本案中依据股东协议为沃特奇公司所设定的股份回购连带责任不能获得法律的认可和支持,因此在合法减资前提条件尚不具备的情形下,相应的在该合同项下对沃特奇公司因履行连带责任所附带负担相关费用的合同条款亦未生效”。





6. 对股权回购责任的上限约定应属有效, 但需作出合理的方案设计 >>>>>>

实践中, 为避免回购义务人在回购条件触发后, 付出高额的对价, 承受巨额的创业风险, 创始股东会也会通过约定对回购责任上限进行限制的保护性条款, 如“创始股东 / 大股东以各自直接或间接持有目标公司的股权 / 股权价值为限承担义务”。作为股权回购协议履约中的新问题, 目前呈现的争议焦点主要是因责任限制条款不明确所致的争议。

我们认为, 为实现约束投资人股权回购权的目的, 责任限制条款更需详细地将计价方式、行权方式等细节, 作出逻辑周延的处理, 上述合同条款直接与责任分配相关联。

典型案例 6: 俞波、俞鸿钦合同纠纷案 (审理法院: 浙江省杭州市中级人民法院 案号: (2020) 浙 01 民终 3422 号)

裁判观点: 本案争议焦点在于, 该承诺函中的“以受让股权为限”的含义。从本案发生的背景以及诚实信用原则的角度, 睿久公司等投资方与俞柏尧方签订的《框架协议》与《补充协议》, 系各方就目标公司即金冠公司未来发展的不确定性等情况而形成的估值调整协议, 睿久公司系溢价受让相应的注册资本出资额及认购新增注册资本出资额, 俞柏尧方作为金冠公司的原股东在享受溢价部分利益的同时, 显然应承担相应的风险。在《框架协议》与《补充协议》签订不足一年的时间

内, 俞柏尧就将其名下 4.5% 的股权以显著低价转让给其子俞波和俞鸿钦, 显然会直接导致俞柏尧对股权赎回款项支付能力的降低, 并增加睿久公司的投资风险, 俞波、俞鸿钦的《承诺函》即在此背景下出具。本院认为俞波、俞鸿钦出具案涉《承诺函》系对俞柏尧低价转让股权后支付能力的弥补并希望以此分担相应风险, 因此该《承诺函》的合同目的系将俞柏尧的履约能力恢复至其向俞波、俞鸿钦转让股权之前的状态。故一审法院以当事人各方约定的股权赎回价款作为依据并参照俞波、俞鸿钦受让股权的比例确定相应股权偿付价款, 本院认为合理、合法。

7. 为配合上市清理而约定股权回购协议自动失效的, 目标公司上市后, 回购权则丧失 >>>>>>

国内监管要求目标公司在上市前需清理对赌条款, 否则将受到行政处罚, 其理由在于对赌条款影响目标公司股权稳定性、现金流及持续盈利能力。为配合监管要求, 当事人通常设计股权回购失权条款, 如“一旦目标公司上市, 对赌条款无条件失效”, 或附条件恢复的安排, 如“对赌条款自公司向中国证监会或证券交易所递交正式 IPO 申报材料之日即刻终止, 当公司未能成功上市, 则公司投资者将要求自动恢复上述对赌条款”, 而后者随着审核实践的趋严, 或将不被监管部门认可。

我们认为, 从司法审判的角度而言, 基于意思自治形成的特定安排, 应予尊重。实践中, 法院一般也认可回购协议自动失效条款的效力。

典型案例 7: 河南同泰资产管理有限公司、广州狼旗网络科技有限公司公司增资纠纷案 (审理法院: 广州市中级人民法院 案号: (2021) 粤 01 民终 1413 号)

裁判观点: 2016 年 7 月《广州狼旗网络科技有限公司公开转让说明书 (申报稿)》中第 11 条“根据广州科创投、广州润都、上海殷商、广州司浦林、河南同泰分别与公司其他股东签订的《增资扩股协议书之补充协议》, 约定了业绩对赌及股权回购的条款, 存在影响公司股权结构稳定性的风险, 为解除风险, 2015 年 12 月, 上述合同各方分别签订

了《(增资扩股协议书) 补充协议》, 约定解除上述业绩对赌及股权回购的条款。截至本公开转让说明书签署之日, 公司股东之间不存在业绩对赌及股权回购的情形。”以及狼旗文化挂牌前, 同泰公司出具的《承诺函》, 同泰公司自行盖章确认与狼旗网络、黄铎之间不存在业绩对赌和股权回购的安排等一系列证据可以确认同泰公司与黄铎之间已于 2015 年 12 月签订协议解除业绩对赌和股权回购条款的事实, 同泰公司无权再依据《增资扩股协议》和《增资扩股协议书之补充协议》要求狼旗公司回购其持有的股权。

8. 股权回购条件触发后, 国有企业作为回购义务人, 是否需经二次审批存在不同观点 >>>>>>

回购条件触发后, 如果回购义务人是国企, 是否需要履行二次审批、评估等国资监管程序, 实践中存在争议。正如同以下两个案例中所呈现的相反结论。实际上, 在初始投资协议进行了国资审批程序, 审批机关已然了解回购条款的内容。但落实到具体的履行环节, 是否将股权回购作为一项新的交易看待, 存在不同的观点。

我们认为, 因为回购时股权价值会变化, 所以面临是否需要再次评估、再次审批问题。该问题存在特殊性, 即便最高院的裁判观点也存在差异。因此, 建议投资者进行投融资活动时, 密切关注国资回购主体的章程、地方性及行业性有关国有资产监管的具体规范性文件或操作指引, 及时跟进国资监管新规, 以确保交易合规。

典型案例 8: 南京诚行创富投资企业与江苏省盐业集团有限责任公司股权转让纠纷案 (审理法院: 最高院 案号: (2016) 最高法民申 410 号)

裁判观点: 关于盐业集团依约回购诚行企业在盐化公司股权的问题, 盐业集团公司系江苏省国资委独资的国有企业, 案涉股权回购系重大投资行为, 其盐业集团公司对外重大投资而签订的案涉股权买卖合同需经国资管理部门审批后, 合同才能生效。作为国有独资企业, 案涉股权购买行为属

于需政府主管部门批准的重大事项, 政府部门批准属于《合同法》第四十四条第二款规定的合同法定生效要件。该条件具备与否, 取决于政府主管部门是否审批, 并非盐业集团公司单方行为可以决定, 不能据此认定盐业集团公司“为自己的利益不正当阻止条件成就”, 不能适用《合同法》第四十五条的规定, 当然认定合同的生效要件已经成就。在合同尚未经审批、未生效的情形下, 给付股权转让款的合同义务尚不具有可履行性。

典型案例 9: 南京报业集团有限责任公司、南京时代传媒投资有限责任公司与北京汇金立方投资管理中心 (有限合伙)、南京时代传媒股份有限公司合同纠纷案 (审理法院: 最高院 案号: (2022) 最高法民申 232 号)

裁判观点: 《增资协议》和《备忘录》系汇金立方中心与报业集团等主体同一天签订的投资和回购的协议, 系针对不同事项的两份协议, 并非同一协议, 而且各方当事人对两份协议的效力作出不同安排和约定, 对两份合同是否需经审批方能生效, 具有充分的预见和预知。《增资协议》涉及公司增资问题, 按照约定和相关规定履行了审批手续而生效。《备忘录》约定关于股权回购问题, 在相关法

律、行政法规未作出强制性规定时, 各方当事人约定签署及《增资协议》经审批生效后发生法律效力, 属当事人对股权回购协议效力的真实意思表示, 二审判决依法认定《备忘录》已生效, 并无不妥。另外, 江苏省盐业有限责任公司的系列案件, 各方当事人在涉及股权回购的《股权转让专题会议纪要》中约定: “4. 江苏省盐业集团有限责任公司按规定履行股权受让相关程序”, 应属各方对股权回购协议需经审批后生效的约定和安排, 而本案《备忘录》并无关于股权回购需经审批生效的相关约定, 各方当事人也确认签订《备忘录》时均认为不需要审批, 故本案与另案判决之间并不存在同案不同判的问题。

9. 与目标公司签订股权回购协议但未完成减资程序的, 法院将驳回投资人的诉讼请求 >>>>>>

股权回购协议的履行, 涉及目标公司资产向股东的单向流动, 受到《公司法》资本维持原则的约束, 需要目标公司完成减资程序, 这是九民会纪要处理投资人与目标公司“对赌”问题的核心立足点。

我们认为, 资本维持原则下的“股东不得抽逃出资”是效力性强制性规定, 因回购将产生“减少公司注册资本”的效果, 目标公司必须先减资、再回购。

典型案例 10: 新余甄投云联成长投资管理中心、广东运货柜信息技术有限公司新增资本认购纠纷、买卖合同纠纷案 (审理法院: 最高院 案号: (2020) 最高法民申 1191 号)

裁判观点: 《九民会纪要》第五条规定: 投资方请求目标公司回购股权的, 人民法院应当依据《公司法》第 35 条关于“股东不得抽逃出资”或者第 142 条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查, 目标公司未完成减资程序的, 人民法院应当驳回其诉讼请求。具体到本案而言, 针对甄投中心要求运货柜公司回购股权这一事项, 原判决还需围绕运货柜公司是否完成减资程序进行审查。事实上,

公司股权是否可以回购应当分两方面进行审理: 一是《补充协议》的效力问题; 二是基于合同有效前提下的履行问题。原判决并未说明《补充协议》存在符合合同无效的法定情形, 合同本身应当认定为有效。至于《补充协议》约定的股权回购实际上是不是可以履行存在着多种可能性, 而非一种必然性。股权回购是否经过三分之二以上有表决权的股东通过、目标公司是否已完成减资程序、债权人是否同意等事项均具有不确定性。原判决在上述事实未经审理的情形下直接认定合同本身必然无效确有不妥。但鉴于甄投中心并未主张运货柜公司已完成减资程序, 也未提交有关减资的证据, 故原判决从实体结果处理上来说并无不当。



股权回购价款计算中的 常见争议问题

1. 股权回购款虽既非违约金、也非借款，但综合投资收益可能仍受限制 >>>>>>

实践中，股权回购价款通常设计为：回购价格 = 本轮投资方的投资金额 * (1+ 回购溢价率 * 投资方持有股权的时间) - 本轮投资方累计收到的现金红利。此外，回购溢价(投资收益)还会与逾期付款违约金、利息、资金占用费等内容并存产生重复计算的问题，当综合收益额超过贷款利率上限时，我们关注到实践中多数司法机构会对此予以调减。其目的在于将股权回购的退出安排与借贷合同视同对待，以免“利息管制”因前述经济上的替代安排而架空。

我们认为，股权回购款的溢价部分类似以出资本金为基数，根据资金占用周期及一定比例换算得出的“利息”。对综合投资收益比照民间借贷上限进行调减，具有一定合理性。

典型案例 11：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案（审理法院：最高院 案号：(2016)最高法民终 205 号）

裁判观点：三洲集团公司、金丰科华公司上诉认为富盈中心主张股权回购款按年利率 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。本院认为，该主张不能成立。首先，迟延履行利息是因三洲集团公司、金丰科华公司延期支付股权回购款项而对对方造成的款项占用损失，而违约金是因三洲集团

公司、金丰科华公司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截至 2013 年 5 月 18 日三洲集团公司、金丰科华公司应当支付的股权回购款数额 222473126 元为基数，按年利率 15% 计算；违约金的支付标准是以三洲集团公司、金丰科华公司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解释》规定的年利率 24% 的限额。

2. 当投资方同时主张股权回购与业绩补偿时，多数法院仅支持股权回购的单项请求 >>>>>>

实践中，存在投资人同时主张业绩补偿条款和股权回购条款的情形。法院对此问题处理虽不一致，但在结果上殊途同归。支持的观点认为，两个条款在法理上并无不能并存的理由，可通过公平原则对综合回报率进行限制，正如本部分所列案例所示的情况；而近年来多数法院则不支持同时主张，认为两种对赌形式存在逻辑矛盾与重复计算，仅支持股权回购一项便可实现投资人目的。

我们认为，业绩补偿协议，其目的在于调整投资人初始的投资估值，其与股权回购均是投资人获得补偿的方式，并为投资人提供更多的选择。因此，实务中仅支持股权回购单项请求的处理，也符合逻辑。

典型案例 12：山东宏力艾尼维尔环境科技集团有限公司、天津普凯天吉股权投资基金合伙企业公司增资纠纷案（审理法院：最高院 案号：(2019)最高法民申 5691 号）

裁判观点：首先，关于业绩补偿和股权回购并用是否矛盾的问题。业绩补偿适用的条件是宏力热泵 2012 年净利润达不到 4500 万元的情形，而股权回购适用的条件是宏力热泵不能于 2014 年 12 月 31 日前在 A 股上市，两者适用条件和约定的行权时间并不相同。业绩补偿条件成就之时，案涉股权回购条件尚未成就，普凯天吉和普凯天祥仍为宏力热泵的股东，并不存在宏力集团主张的普凯天吉和普凯天祥不是股东，不享有业绩补偿权利，同时支持业绩补偿和股权回购权利存在矛盾的问

题。其次，关于同时支持业绩补偿和股权回购是否导致普凯天吉和普凯天祥的投资回报率过高问题。二审判决宏力集团应支付普凯天吉、普凯天祥 2012 年的业绩补偿款为 14372900 元。本案普凯天吉、普凯天祥的投资成本 33378350 元 (17453116.11 元 + 15925233.89 元)。2015 年 12 月 31 日，宏力热泵分别支付普凯天祥、普凯天吉 2013 年的分红 314420 元、344580 元，合计 659000 元。据此，将前述业绩补偿款和分红平均到普凯天吉、普凯天祥投资入股至其行使股权回购条件成就之日这段期间，其每年的投资回报率加上二审判决支持的投资成本利息利率即中国人民银行同期贷款利率，普凯天吉、普凯天祥的综合投资回报率并不存在过高的问题。

第二章

差额补足纠纷中的 争议问题

股权投资中投资者为了确保投资安全，一般会要求提供相应的担保。由于公司对外提供担保需要按章程的规定出具董事会或股东会决议，上市公司担保还需要履行公告程序，担保方可能由于内部股权结构复杂、审批程序繁琐、公司内部存在担保限额等因素，而回避使用担保的方式。近年来股权投资交易安排中常常出现的差额补足方式，正是由于该方式具有类似担保的功能，也似乎可以免去复杂的内部审批程序，加之差额补足函的形式灵活，在财务报表中也未必会放入“或有负债”或“预计付款”中，从而获得了“好看”的财务报表，故受到交易双方的欢迎。但这种“擦边球”的方式，在法律上如何定性，是否能够达到投资者的期望，需要结合具体情况探讨。

差额补足条款的法律属性争议

差额补足是指投融资双方约定在未达到投资目标时，融资方（包括融资方的关联方等）向投资方补足与预期投资目标之间的差额。差额补足的意思表示，既可以通过投融资各方共同签订协议约定，也可以是补偿方与投资方单独签订合同，或者是补偿方单方出具差额补足函，本文中我们可以一概称为“差额补足条款”。

差额补足条款的内容应当当事人的需求而灵活多样，以对股权回购款的差额补足为例，常见的表达方式如：

- 1、若股权回购方不能支付股权回购款项时，则由差额补足义务人予以补足；
- 2、若股权回购方未支付、未完全支付、未及时支付股权回购款项时，则权利人有权要求差额补足义务人承担无条件的、不可撤销的连带责任；
- 3、若股权转让价格少于目标价格，差额补足义务人将对目标价格与股权实际转让价格之间的差额无条件承担全额补足义务。

以上表达方式，在法律上如何定性，存在不同的观点，实践中主要有三种认识：1、保证；2、债务加入；3、独立合同。究竟是哪种性质，需要结合差额补足条款的具体内容来界定，而界定的结果决定了差额补足条款是否有效，所产生的法律责任也大不相同。

差额补足纠纷中的裁判思路

1. 符合保证特征，认定为保证 >>>>>>

尽管差额补足条款的出现往往是为了避免被认定为保证，但实际上我们见到的差额补足条款中还是有不少采用了保证的描述方式，甚至直接使用了“保证”字样。在这种情况下，认定为保证基本是共识。而且关于合同性质的认定，法院历来的观点都是重实质，轻形式，要根据约定的实质内容来确定合同的法律性质。《最高人民法院关于适用〈民法典〉有关担保制度的解释》（下称《担保制度解释》）第36条规定：“第三人向债权人提供差额补足、流动性支持等类似承诺文件作为增信措施，具有提供担保的意思表示，债权人请求第三人承担保证责任的，人民法院应当依照保证的有关规定处理。”该司法解释是自2021年1月1日起施行，其中明确差额补足具有提供担保的意思表示，是认定保证的前提。在该司法解释出台之前，也是同样的裁判思路。

典型案例 13：华融国际信托有限责任公司、凯迪生态环境科技股份有限公司金融借款合同纠纷案（审理法院：最高院，案号：（2019）最高法民终560号）

裁判观点：华融公司与凯迪生态公司签订的《差额补足合同》约定，凯迪能源公司、凯迪电力公司未能按期足额偿还主合同债务、未支付主合同项下的任何款项，或者发生主合同项下的任何违约

事件，华融公司有权不经任何前置程序，直接要求凯迪生态公司履行差额补足义务。《中华人民共和国担保法》第6条规定：“本法所称保证，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。”按照《差额补足合同》的约定，其中关于差额补足责任的定义显然与担保法对于保证的定义相符，故案涉《差额补足合同》的性质应认定为保证。

2. 具有加入债务或者与债务人共同承担债务等意思表示, 认定为债务加入 >>>>>>

债务加入是指由差额补足义务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。《民法典》第 552 条规定: “第三人与债务人约定加入债务并通知债权人, 或者第三人向债权人表示愿意加入债务, 债权人未在合理期限内明确拒绝的, 债权人可以请求第三人在其愿意承担的债务范围内和债务人承担连带债务。”这是“债务加入”在我国首次以法律的形式进行规定, 相关司法解释也明确“第三人向债权人提供的承诺文件, 具有加入债务或者与债务人共同承担债务等意思表示的, 人民法院应当认定为《民法典》第 552 条规定的债务加入”, 这为差额补足条款被认定为债务加入提供了更加明确的认定依据。但如果差额补足义务人仅仅对差额部分承担责任, 也可以理解为当主债务人不能承担全部责任时, 才产生的责任。从这个角度看, 也是符合担保特征的, 故实践中多认定为保证, 或者是独立合同, 将差额补足条款认定为债务加入的案例很少。

典型案例 14: 中信银行股份有限公司北京分行、乐视网信息技术(北京)股份有限公司金融借款合同纠纷案(审理法院: 最高院, 案号: (2019) 最高法民终 1438 号)

裁判观点: 一审北京高院认为, 首先, 《并购借款合同》第十一条约定了担保方式和具体的担保合同名称, 但并未将乐视网承诺差额补足责任的函件列入, 说明当事人各方在签订《并购借款合同》及一系列担保合同时并未将乐视网的承诺认定为担保。其次, 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。在乐视网的函件中, 乐视网承诺只要出现逾期或拖欠贷款本息的情况, 就承担差额补足责任。乐视网的上述承诺, 没有保证的意思表示。相反, 乐视网的承诺更具有主动加入债务的意思表示。第三, 由于保证属典型的担保方式, 其设立、生效、保证期间、履行方式等都有较为严格的规定。在当事人之间没有非常清晰、明确合意的情况下, 亦不宜轻易认定为保证。故, 乐视网承诺承担差额补足责任的函件属于乐视网自愿作出的、对其股东乐视控股的债务作出的债务加入的意思表示。

3. 难以确定是保证还是债务加入, 认定为保证 >>>>>>

保证和债务加入的责任轻重不同。一般保证不用多说, 其法律责任是后位的, 显然更轻。债务加入中, 第三人与债务人承担连带责任, 这与连带保证责任相似, 但债务加入与连带保证责任至少存在以下不同: 1. 主从关系不同, 债务加入与原债务不是主从关系, 而连带保证与原债务具有主从关系, 主合同无效, 一般从合同也无效, 保证人的责任减免; 但是, 当原合同无效时, 债务加入合同可能仍然有效, 需要和原债务人共同承担责任。2. 保证期间不同, 保证合同有保证期间的保护, 债务加入则没有, 债务加入人和原债务人地位相同, 共同承担义务。3. 追偿权不同, 保证责任承担后, 保证人可以向主债务人追偿, 债务加入则无此规定。以上可以看出, 债务加入的法律责任是明显重于连带责任保证的。因此, 作为债权人, 当然更希望构成债务加入, 让差额补足义务人承担更多责任, 而差额补足义务人则相反, 在出现纠纷后, 则希望被认定为保证, 以求责任更轻, 甚至获得减免责任的机会。

《民法典》之后, 立法和司法中关于担保的裁判理念已经发生了变化, 从一味保护债权人的利益, 发展为兼顾担保人的利益。《担保制度解释》第 36 条第三款规定, 第三人提供的承诺文件难以确定是保证还是债务加入的, 人民法院应当将其认定为保证。该解释的内容正是司法理念发生转变的彰显, 在责任不明的情况下, 让差额补足义务人承担较轻的责任。

在前述中信银行与乐视公司案中, 有一点需要特别说明的是, 该案认定为债务加入还有一个重要原因, 即二审中各方都确认是债务加入, 故二审法院维持了一审对债务加入的认定。而如果仅仅从一审认定的理由看, 是不充分的。在一审中, 法院认定构成债务加入的理由之一是, 在当事人之间没有非常清晰、明确合意的情况下, 不宜轻易认定为保证。这和现在的裁判理念恰好相反。当然, 该案一审判决是 2018 年底作出, 此时《民法典》及相关司法解释尚未出台。

4. 与主债务不具有从属性、同一性, 认定为独立合同 >>>>>>

在差额补足条款没有明确是保证或债务加入时, 要根据内容判断是否符合保证或债务加入的基本法律特征, 如果既不符合保证的特征, 也不符合债务加入的特征, 那么可能是一个独立的合同。判断是否为保证的一个关键因素是, 是否存在主债务。因为保证属于从合同, 有主合同的前提下, 才会有从合同。判断是否债务加入的一个关键因素是, 差额补足义务人加入到原有的债务中, 如果差额补足义务人所承担的债务不是加入原有的债务中, 那么就是一个新的债权债务关系, 即使和原债务有关联, 但毕竟不是同一债权债务关系。因此, 在排除了从属性和同一性的情况下, 可以认定差额补足条款是一个独立合同。对于独立合同的效力审查, 则按照一般的合同审查认定标准。

2021 年度全国法院十大商事案件中, 备受关注的招商银行和光大资本之间其他合同纠纷案中, 涉案标的额高达 30 多亿元, 核心问题就是差额补足等增信措施的法律性质认定。光大资本作为出具差额补足函的一方, 坚持认为是保证, 而保证未经内部决议程序, 从而无效, 应减免其保证责任。最终法院认定该案中的差额补足是独立合同, 而独立合同不需要公司内部决议程序, 故合法有效。

典型案例 15: 光大资本投资有限公司与招商银行股份有限公司其他合同纠纷案(审理法院: 上海市高级人民法院, 案号: (2020) 沪民终 567 号)

裁判观点: 光大资本公司出具《差额补足函》的目的确系为招商银行投资资金的退出提供增信服务, 但并非增信性质的文件均属于保证, 增信文件是否构成保证仍需根据保证法律关系的构成要件进行具体判断。我国《中华人民共和国担保法》第六条规定“本法所称保证, 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”。据此, 一般保证行为最本质的法律特征系其从属性, 即保证法律关系的成立必须以主债务的存在为前提, 且保证人与主债务人系针对同一笔债务向同一债权人作出履约承诺。本案中, 招商银行并非《合伙协议》及《回购协议》的签约主体, 即招商银行

不是《合伙协议》及《回购协议》中的直接债权人。其次, 根据《差额补足函》的约定, 光大资本公司向招商银行履行差额补足义务并不以《合伙协议》中上海浸鑫基金的债务履行为前提。再者, 光大资本公司在《差额补足函》中承诺的是就香港浸鑫公司股权转让目标价格与实际转让价格之间的差额承担补足义务或在 MPS 公司股权没有完全处置时承担全额差额补足义务, 这与《回购协议》的相关债务亦不具有同一性。综上, 一审法院认为, 在《合伙协议》及《回购协议》中, 均不存在以招商银行为债权人的主债务, 且上述两份协议的债权债务与招商银行、光大资本公司间的债权债务不具有同一性。因此, 光大资本公司向招商银行作出的差额补足的支付承诺, 相较于基于《合伙协议》及《回购协议》所产生的债权具有独立性, 与具有从属性的保证责任明显不同。据此, 《差额补足函》系招商银行、光大资本公司之间独立的合同关系。

5. 差额补足条款被认定为保证或债务加入时,均需要履行内部决议程序或公告程序方才有效

公司对外担保,根据公司法第 16 条规定,应当依照公司章程的规定,由董事会或者股东会、股东大会决议;《九民纪要》后,对上市公司为他人提供担保的,一般要求进行公告披露才有效;《民法典》后,《担保制度解释》第 9 条明确了上市公司对外担保必须公告才有效,如果未披露,担保不仅无效,而且担保人免责,既不承担担保责任,也不承担赔偿责任。从法律的变化发展来看,对外担保的内部决议及公告程序,要求越来越严格。换个角度说,对担保人的保护力度不断加大。

前已有述,债务加入是比保证更重的法律责任,那么举轻以明重,如果差额补足义务人是债务加入,也同样应当履行内部决议或公告程序,否则也会导致债务加入无效的法律后果。《担保制度解释》第 12 条规定,“法定代表人依照《民法典》第 552 条的规定以公司名义加入债务的,人民法院在认定该行为的效力时,可以参照本解释关于公司为他人提供担保的有关规则处理”,该条明确在公司作为差额补足义务人的情况下,不论是债务加入还是保证,均需按照公司法中对外担保规则履行内部决议程序或公告程序。

典型案例 16: 中信银行股份有限公司北京分行、乐视网信息技术(北京)股份有限公司金融借款合同纠纷案(审理法院:最高院,案号:(2019)最高法民终 1438 号)

裁判观点: 与保证责任相比,债务加入人承担的债务较保证人的负担更重。据此,在现行立法未就债务加入的生效要件作出明确规定的情况下,原审判决类推适用法律关于上市公司为其股东提供保证的相关规定来认定其效果归属,法律依据充分,亦符合“举轻以明重”的法律解释方法。在

公司为他人提供担保这一可能影响股东利益的情况下,立法规定了公司机关决议前置程序以限制法定代表人的代表权限。在公司内部,为他人提供担保的事项并非法定代表人所能单独决定,其决定权限交由公司章程自治:要么是由公司股东决定,要么是委诸商业判断原则由董事会集体讨论决定;在为公司股东或实际控制人提供担保的场合,则必须交由公司其他股东决定。这种以决议前置的方式限制法定代表人担保权限的立法安排,其规范意旨在于确保该担保行为符合公司的意思,不损害公司、股东的利益。

小结

在股权投资领域,差额补足条款作为一项保障措施,在实践中广泛运用。从以上的分析来看,差额补足条款是否有效,是否能够达到投资者预期目的,和签约主体(或承诺主体)、条款内容、决议程序或公告程序息息相关。从投资人角度来说,其利益受到保障的力度从大到小排列为:独立合同 > 债务加入 > 保证,因此,在差额补偿义务人的选择上、条款内容的安排上、程序完善上,应下足功夫,尽可能实现最大的保障。

第三章

股权退出时的 股债之辨

在金融创新的趋势下，投资者混用股债工具投资日益常见，典型交易场景是在股权投资协议下同时约定固定收益及到期回购，并伴有行使股东表决权、参与公司管理等行为。在出现争议时，司法裁判如何认定股与债的区别，引起了实务界的广泛关注。区分股债的主要意义在于，股债性质的认定对于如何处理投资者退出事宜、合同效力问题、是否必须履行减资程序、是否涉及抽逃出资、是否调整利率等实务问题有直接影响。本文选取三个股债混用的典型场景，即上市公司定增保底抽屉协议、名股实债、股权转让与担保，以案例的形式总结目前司法裁判认定股与债问题的热点以及司法主流观点。

上市公司定增保底抽屉协议 履行中的主要争议问题

上市公司定向增发募集资金时，投资者考虑自身资金安全，往往会要求上市公司或其控股股东 / 实际控制人 与投资人签署保底协议，一般被称为“抽屉协议”。保底抽屉协议的效力认定，过去一般倾向于认定为有效，而现在随着监管的加强，认定为无效的可能性加大。

1. 旧裁判观点认为上市公司定增保底抽屉协议有效 >>>>>

典型案例 17：芜湖德豪投资有限公司、王冬雷等 证券交易合同纠纷案（审理法院：最高院 案号：（2021）最高法民申 4844 号）

裁判观点：《上市公司非公开发行股票实施细则》第二十九条虽然规定，上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象作出保底保收益或变相保底保收益承诺，且不得直接或通过利益相关方向发行对象提供财务资助或者补偿，但上述规定属于部门规章，且案涉《合作协议》系王冬雷、德豪投资公司作为德豪润达公司的法定代表人和股东，为自身利益及上市公司的经营发展，吸引资金投入而与华鑫信托公司签订

的协议，因提供保底收益的义务主体是王冬雷、德豪投资公司而非上市公司，其他股东的利益和社会公共利益、明显扰乱金融安全 and 市场秩序。

我们认为：法院裁判认定目标公司股东或实控人对投资方做出的定增保底承诺有效，原因在于《上市公司非公开发行股票实施细则》（下称《非公开发行股票实施细则》）效力位阶不够，这也导致司法裁判与行政监管之间存在差异，但这一差异随着 2022 年 6 月 24 日最高院出台的《关于为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》（下称《若干意见》）发生改变。

2. 新裁判观点认为上市公司定增保底协议无效 >>>>>

2022 年 6 月 24 日《若干意见》与以往类似文件大多为原则性、程序性规定有所不同，本次最高院以司法文件形式对裁判实体性问题，明确了裁判规则，其中最为重磅的就是明确了“上市公司定增保底协议无效”。

我们关心的是《若干意见》发布前，已签订的上市公司定增保底协议，定增对象（即投资方）与上市公司或其控股股东 / 实际控制人 / 主要股东就定增保底协议发生争议，现已在法院审理过程中或未来诉至法院时，法院会如何判决。

《若干意见》中在阐述关于上市公司定增保底无效的观点时，认为其违反了证券法公平原则和相关监管规定，前述理由无论在《非公开发行股票实施细则》修改前，还是《证券法（2019 年修订）》修订前，证券法的三公原则及证监会对于上市公司定增保底违法性的认定并未改变。因此，上市公司定增保底行为无论在《若干意见》发布前还是在《非公开发行股票实施细则》修订前，其均为违反证券法公平原则和相关监管规定的违法行为，亦违反了公序良俗，破坏了金融证券市场秩序，故《若干意见》发布前及《非公开发行股票实施细则》修订前，已签订的上市公司定增保底协议，如同双方发生争议，现已在法院审理过程中或未来诉至法院时，法院参照《若干意见》的相关规定认定上市公司定增保底协议无效。

名股实债、股权转让与担保交易中的股债辨析

(一) 股债性质认定问题

名股实债、股权转让与担保应结合协议内容与行为目的等探求当事人真实意思表示从而判定交易性质。

1. 投资人通过增资\股权转让+固定收益+回购的方式对目标公司投资, 取得股东资格并享有参与管理、表决等股东权利, 综合认定为股权投资关系 >>>>>>

典型案例 18: 通联资本管理有限公司、中国农发重点建设基金有限公司股权转让纠纷案 (审理法院: 最高院 案号: (2019) 最高法民终 355 号)

投资人向目标公司增资后持股 30%, 并约定期间届满, 投资人有权要求目标公司按照 1.2% 年化收益回购股权, 投资期限 10 年。另外, 如目标公司有解散、破产之情形, 投资人可以要求原股东回购该股权。

裁判观点: 本案《投资协议》虽约定了固定收益, 但该收益是基于投资者所持目标公司股权而得到的收益, 并且协议约定了投资者享有表决权, 仍通过审查、审批、通知等方式在一定程度上参

与管理。案涉协议的固定收益条款, 是股东之间及股东与目标公司之间就投资收益和风险分担所作的内部约定。

我们认为: 固定收益、回购虽然是名股实债认定的核心因素, 但不是充分条件, 法院会结合投资的综合目的和当事人之间的真实意思表示综合认定。在另案联大集团与安徽高速股权转让纠纷案 (最高院, (2013) 民二终字第 33 号) 中, 最高院也认为, 股权回购协议本身就是一种可以实现资金融通商业目的的融资方式, 没有必要因股权定期回购的权利义务特征相似于借贷法律关系而必须将其应归类于借贷法律关系。

2. 投资协议约定固定回报并明确到期必须回购, 表明合同目的是通过股权转让与担保的方式保证投资公司回收本金及实现固定债权收益, 应为债权性质 >>>>>>

典型案例 19: 无锡盛业海港股份有限公司与国民信托有限公司营业信托纠纷一审民事判决书 (审理法院: 北京市东城区人民法院 案号: (2019) 京 0101 民初 4729 号)

裁判观点: 国民信托公司与盛业海港公司、盛业房地产公司、茂盛世业公司分别签订的《合作协议》、《股权转让协议》、《增资协议》、《监管协议》等系各方真实意思表示, 内容不违反法律、行政法规强制性规定, 合法有效, 上述协议内容构成整体交易安排。根据上述协议约定, 国民信托公司以募集的信托资金专项用于受让目标公司即盛业海港公司股权及向目标公司增资, 目标公司的股东盛业房地产公司在回购期限内以投资本金加年利率 18% 收益的固定价格回购股权, 且盛业海港公司的日常经营管理实际由盛业房地产公司负责。就内部关系而言, 各方关于股权回购之约定及股权变更登记的履行, 并非旨在通过股权合作共同经营盛业海港公司, 而是旨在通过股权转让与担保的方式保证国民信托公司回收本金加固定债权收益的实现, 案涉交易的本质应为债权融资。《合作协议》、《监管协议》、《监管报告》中虽然对案涉款项

出现了股权购买选择权维持费、利息、费用等不同表述, 但不同名称的表象均指向债权融资成本这一共同本质, 即盛业海港公司代盛业房地产公司按照年利率 18% 标准向国民信托公司支付的股权购买选择权维持费实为支付金融借款利息, 且利息标准不违反相关规定。

我们认为: 对比此案与通联资本管理有限公司、中国农发重点建设基金有限公司股权转让纠纷案, 两案中均出现投资人有权在固定期限按照固定利率的价格回购股权, 但本案法院裁判认定为债权投资, 通联资本案认定为股权投资。这恰好说明固定收益条款并不是名股实债案件认定法律关系性质的充分条件, 对于该类交易模式应探求当事人真实意思表示。本案中, 投资人约定固定收益并明确约定原股东必须回购。同时还引入权利维持费交易安排, 意指原股东有权在约定期间内购买投资人持有的目标公司标的股权的权利, 但须按期支付一定费用维持上述权利。并且, 投资人完全委托原股东对目标公司进行管理, 自己没有参与管理, 可见, 投资人的目的并非持有股权参与经营, 而是获取固定收益。

3. 股权转让协议中仅约定固定收益 / 回购条件, 未进行股权变更登记, 新投资者未积极履行股东义务, 综合认定为债权投资 >>>>>>

典型案例 20: 彤悦网络技术顾问 (上海) 有限公司与姚方明股权转让纠纷 (审理法院: 上海金融法院 案号: (2021)沪 74 民终 133 号)

裁判观点: 当事人之间成立股权转让及回购法律关系还是民间借贷法律关系, 须结合当事人的合同约定及实际履行情况对当事人的缔约真意加以综合判断。首先, 就双方内心意思而言, 投资方姚某系新三板合格投资方, 双方亦约定将 1.6 万股 Y 公司股票按照 “全国股转系统” 股票交易规则进行交割, 在表象上具有股权转让的意思表示, 但并未约定上述股权交割与变更登记的具体时间, 而且在可以办理变更登记的前提下, 双方仍然合意选择了违规股权代持方式, 加之在合同履行期间, 双方也未办理相应的股权变更登记, 可以认定双方实际并不期望股权变动的法律效果发生, 股权投资并非双方的真实意思。其次, 就姚某是否行使股东权利, 参与公司决策而言, 根据《股份转让协议》的约定, 姚某在有关公司并购重组、经营发展等重大事项上行使股东表决权应与 T 公司一致, 且在向股东会、董事会提出议案之前均应征得 T 公司的同意。由此可见, 姚某虽然作为 Y 公司股东, 但并不实际参与公司经营决策, 亦可印证其与 T 公司订立《股份转让协议》, 其真实意图并不在于实际受让目标公司股权, 而是在于履行《补充协议》要求 T 公司、余某回购股权以获得固定收益。最后, 就合同履行期间与回购价格而言, 《股份转让协议》第一条、第二条明确约定了标的股权的转让股数与价格, 第九条约定了回购条件及回购价格, 符合股权投资交易的外在特征。但根据《补充协议》的约定, 姚某可以

要求彤悦公司、余某在 2019 年 3 月 30 日无条件回购股份。结合两份协议系同日签订的情形, 可以认定《股份转让协议》中的附条件回购约定已被《补充协议》的无条件回购所替代。《股份转让协议》约定的转让价格为 25 元 / 股, 而《补充协议》约定的回购价为 35 元 / 股, 如《补充协议》得以履行, 姚某可在 1 年的固定期间内在确保本金 40 万元不受损失的前提下还能获得 16 万元的固定收益, 该种情形符合借贷法律关系的基本特征。综上, 姚某、彤悦公司、余某虽然约定了股权转让及回购条款的表面意思, 但其目的在于隐藏各方之间借贷法律关系的真实效果意思, 该表面意思是虚假意思表示, 当属无效, 因姚某系自然人, 彤悦公司系依法设立的法人, 故双方之间构成民间借贷法律关系。

我们认为: 本案中, 股权代持行为违反了证券业行政监管规定。姚某是新三板的合格投资者, 而且在签订《股份转让协议》之前, 已经持有 4,000 股 Y 公司股票, 但仍然与彤悦公司合意选择违规代持的方式, 显然有违股权转让交易常理。案涉《股份转让协议》虽然约定了股份过户至姚某名下, 但在合同订立后相当长的一段时间内, 在完全具备办理过户登记的条件, 双方实际上并未按照全国中小股份转让系统的规定在证券登记结算机构办理股权过户手续, 据此亦可推断双方内心并不期待股权变动的法律效果发生。因此, 法院认为姚某与彤悦公司订立《股份转让协议》的本意并非从事股权投资, 双方仅仅将股权转让及代持的约定作为表面意思, 用以隐藏他们之间借款的真实意思。

4. 股权回购的发生属于不确定事项, 一般认定为股权; 股权回购的发生属于确定事项的, 一般认定为债权 >>>>>>

典型案例 21: 时空电动汽车股份有限公司等与浙江亚丁投资管理有限公司等股权转让纠纷 (审理法院: 北京高级人民法院 案号: (2021)京民终 102 号)

裁判观点: 一审法院认为, 案涉协议的性质应当以合同约定内容为基础, 结合交易背景、目的、模式以及合同履行情况等因素综合判断。案涉协议虽然存在保底条款, 但回购条件并非确定事项, 投资收益亦非固定金额, 并不符合以在固定期限内获取固定收益为特征的债权融资模式。北京市高级人民法院

二审认为, 案涉对赌协议约定的业绩补偿和股权回购能否成就取决于目标公司的经营, 在签订对赌协议时是不确定的, 与民间借贷合同中的固定收益存在显著的区别。因此, 不属于 “名股实债”。

我们认为: 对赌和名股实债的区别在于, 对赌中, 回购是否履行属于不确定的事项。而名股实债中的回购属于确定事项, 就是投资方取得固定收益回报。

5. 股权让与担保和股权转让区别: 股权虽已变更登记至受让人名下, 但该股权转让系以担保债权实现为目的, 则此种合同属于让与担保合同 >>>>>>

典型案例 22: 修水县巨通投资控股有限公司、福建省稀有稀土 (集团) 有限公司合同纠纷案 (审理法院: 最高院 案号: (2018)最高法民终 119 号)

裁判观点: 股权转让方与受让方存在债权债务关系, 同时具有转让案涉股权的外观。案涉股权虽已变更登记至稀土公司名下, 但该转让系以担保债权实现为目的, 稀土公司作为名义上的股权受让人, 其权力范围不同于完整意义上的股东权利, 受担保目的等诸多限制。案涉股权转让附有解除条件, 无论条件满足与否, 均有目标股权回复至修水巨通名下的可能。《股权转让协议》第 2.3.2 条、第 2.3.3 条约定, 案涉股权转让附有解除条件, 在修水巨通按时足额向中铁信托清偿了《借款合同》项下的债务, 未发生稀土公司为修水巨通承担质押担保责任或保证责任的情况, 修水巨通向稀土公司按时足额付清了《担保与反担保协议》项下的担保费, 且《担保与反担保协议》及其附件所述应付

款项本息已经付清时, 修水巨通、稀土公司均享有合同解除权, 将目标股权恢复至本协议生效之前的状态。在上述解除条件未满足时, 稀土公司作为受让人仍有权要求终止或解除本协议的全部或者部分内容, 其拒绝受让目标股权的, 修水巨通应返还相应转让价款, 并清偿所欠相应债务。

我们认为: 本案例中, 法院区别认定了股权转让和股权让与担保。虽然股权转让与担保具有股权转让的外观, 但让与担保, 是指债务人或第三人为担保债务人的债务, 将担保标的物的所有权等权利转移于担保权人, 而使担保权人在不超过担保之目的范围内, 于债务清偿后, 担保标的物应返还于债务人或第三人, 债务不履行时, 担保权人得就该标的物优先受偿的非典型担保。因此, 股权让与担保权人并不具有以取得公司股权、参与公司经营为目的。

(二) 名股实债效力问题

名股实债的效力分析以性质认定为基础：(1) 如果认定为债权投资，名义上的股权转让或增资扩股协议因构成通谋虚伪表示而无效，隐藏的借款合同关系如不存在其他无效事由，应为有效。实践中，当事人常以违反金融监管规定为由，主张实质借款合同无效。(2) 如果案涉交易被认定为股权投资，股权转让或增资扩股协议因属当事人真实合意而原则上有效，但也有当事人以违反法定资本制度为由主张其中的股权回购及固定收益条款无效。纵观司法实践，除少量案例以从事放贷业务“超越经营范围”为由认定名股实债协议无效外，目前鲜有法院对名股实债的投资模式作出无效认定。但在金融监管不断加强的背景下，司法机关是否会继续保持对名股实债协议 / 条款效力的肯定态度，仍有待进一步观察。

1. 名股实债交易认定为债权投资，主张民间借贷无效者需举证证明投资方以发放贷款、收取利润为常业，或套取金融机构资金 >>>>>>

典型案例 23：中泽农控股有限公司等与中诚信托有限责任公司合同纠纷（审理法院：北京市高级人民法院 案号：(2020)京民终151号）

裁判观点：一审法院观点，中泽农公司、顺华公司主张道诚一期中心未经批准，擅自从事对外放贷业务，属于“职业放贷人”，利用“非自有资金”进行“高利转贷”，道诚一期中心与中泽农公司之间的借款合同应认定无效一节，首先，中泽农公司、顺华公司提交的证据不足以证明道诚一期中心以发放借款、收取利润为常业，亦无证据证明案涉借款合同及其补充协议存在《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》第十四条规定的借贷合同无效的情形，以及存在违反国家金融管制的强制性规定的情形。其次，鉴于中诚信托公司系道诚一期中心占 99.9% 投资比例的合伙人，中泽农公司、顺华公司未提交证据证明道诚一期中心缺乏自有资金，亦未提交证据证明道诚一期中心向中泽农公司出借的款项并非其自有资金。

二审法院认为，中泽农公司主张道诚一期中心为职业放贷人，需证明其向社会不特定对象提供资金以

赚取高额利息，且需证明其出借行为具有反复性、经常性。二审审理期间，中泽农公司虽然提交了新证据用以证明其主张（对于证据名称及证明目的），但其提交的证据均不能证明道诚一期中心及其关联公司存在以营利为目的向社会不特定对象提供借款的情形，亦不能证明道诚一期中心向中泽农公司出借的款项是来自于套取的金融机构的资金。

我们认为：如认定为债权投资关系，法院将按照《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》第 13 条所列列举的无效事由进行审查，如法院根据主张无效一方举证发现投资方涉及套取金融机构贷款转贷；以向其他营利法人借贷、向本单位职工集资，或者以向公众非法吸收存款等方式取得的资金转贷；未依法取得放贷资格的出借人，以营利为目的向社会不特定对象提供借款；出借人事先知道或者应当知道借款人借款用于违法犯罪活动仍然提供借款的，将认定债权关系无效。

2. 名股实债交易认定为债权交易，投资方未经减资程序、自行转出注册资本的行为不构成《公司法》上的抽逃出资 >>>>>>

典型案例 24：董晟荣、中国农发重点建设基金有限公司民间借贷纠纷执行审查类执行裁定书（审理法院：辽宁省铁岭市中级人民法院 案号：(2020)辽12执异37号）

裁判观点：本案诉争的铁岭梦家园项目系国家重点专项基金投资建设项目，投资人中国农发重点建设基金有限公司系国家重点建设基金投资公司，其投资行为具有政策性质，其虽以股权投资方式将资金注入到企业或项目，但是除固定收取投资收益年化率外，并不参与企业的经营管理，不享有实际股东的权利和义务。故本案中，中

国农发重点建设基金有限公司按照政策要求，根据建设工程项目进度撤回投资资金的行为，不构成公司法意义上的抽逃资金的行为。

我们认为：如该案认定为股权性质投资，则投资方要求目标公司回购股权、支付固定收益需符合《公司法》规定的程序，否则可能构成抽逃出资。但本案因认定为债权，则不构成抽逃资金。

除此之外，如认定为股权投资，投资方想要目标公司回购增资入股资金，需要目标公司履行减资程序，否则也很难得到法院的支持。



3. 股权让与担保权人不应承担出资瑕疵补充责任 >>>>>>

《担保制度解释》第 69 条规定：股东以其股权转让至债权人名下的方式为债务履行提供担保，公司或者公司的债权人以股东未履行或者未全面履行出资义务、抽逃出资等为由，请求作为名义股东的债权人与股东承担连带责任的，人民法院不予支持。

典型案例 25：北京中通财富投资管理中心、山东华易建筑规划设计有限公司股东损害公司债权人利益责任纠纷案（审理法院：山东省淄博市中级人民法院 案号：（2021）鲁 03 民终 773 号）

裁判观点：该案中，双方就债务人公司的股东是否应对公司债务承担补充清偿责任产生争议。山东省淄博市中级人民法院认为：天邦公司在 2014 年 3 月 26 日作出决议，将上述 800 万元出资款和新增的 1000 万元出资款的认缴期限一并定为 2023 年 7 月 19 日。上述变更内容已经依法公示，天邦公司股东对此具有期限利益。涉案债权债务合同签订于 2014 年 4 月 16 日，华易设计公司依据原出资期限主张股东在出资范围内承担补充赔偿责任，于法无据，不能成立。

另外，人民法院已经生效的裁判文书认定，中

通财务中心与天邦公司股东祁某某、杨某某之间系让与担保关系。《担保制度解释》（法释〔2020〕28 号）第 69 条规定：“股东以其股权转让至债权人名下的方式为债务履行提供担保，公司或者公司的债权人以股东未履行或者未全面履行出资义务、抽逃出资等为由，请求作为名义股东的债权人与股东承担连带责任的，人民法院不予支持。”据此，无论涉案出资是否到期，中通财务中心均不对天邦公司股东未履行或者未全面履行出资义务、抽逃出资等事由承担民事责任。

我们认为：本案在《担保制度解释》出台后作出的裁判，并直接引用了相关规定，进一步认证了公司债权人不能请求股权让与担保权人承担出资瑕疵补充责任。另外，我们认为，在强制执行程序中，股权让与担保权人也不因名义股东身份被追加为被执行人。

小结

根据以上裁判观点，在上市公司定增保底案件中，随着最高院《若干意见》的颁布法院对此类案件将形成清晰一致的裁判思路，以认定此类协议无效为主流意见。但对于新规颁布前签署的协议效力如何认定，需持续关注。

在名股实债案件中，法院对于股权债权的认定还未形成统一标准，如希望获得法院债权人身份的支持，则建议：（1）另行签署借款协议、还款协议、债权债务确认协议等表明债权的法律文件。（2）注意民间借贷利率上限问题，超出部分可能不被法院支持。如果想确定为股权投资，则应在协议中约定为目标公司的经营管理权，并办理股东变更登记，且后续也应实际参与目标公司的经营管理，如保留在股东会、董事会层面对重大事项的表决权，向公司派驻董事、财务等人员，控制目标公司公章或财务章等。

在股权让与担保案件中，随着《担保制度解释》的出台，法院裁判已形成基本一致认识，需要注意以下问题：（1）在合同中明确让与担保意思，以防债权人追究赔偿的出资风险。（2）进行权属变更登记。如未进行工商变更登记将不产生类似担保物权的效果，债权人因此不享有对股权变现的优先受偿权。（3）及时取得其他股东同意，同意名义股东处置股权，如有可能，先行与公司其他股东达成协议，约定后续处置过程中其他股东配合义务。

第四章

解除股权投资协议的裁判观点梳理

私募股权投资退出的理想方式是通过上市或者股权转让等交易方式实现。当这些理想中的退出方式不能实现时，解除股权投资协议就成为退出交易的一项具有兜底性的选择。但是，除非各方协商一致，否则就只能通过诉讼途径解除股权投资协议。而这却并不容易。一方面，在合同解除纠纷中，查明“合同目的是否已经实现或者能够实现”是法院裁判的基本前提。而股权投资协议“合同目的”的类型化使得证明“合同目的不能实现”颇有难度。另一方面，股权投资协议作为合同的一种，虽应严格适用《民法典》第 562 条（协商解除和约定解除）和第 563 条（法定解除）关于合同解除的规定，但是在司法实践中，由于股权的特殊性，法院对于解除股权转让协议的考量往往超出了上述法律规定的范围，从而增大了合同是否能够被单方解除的裁判结果的不确定性。以下内容希望通过梳理最高院和部分地方法院在若干解除股权投资协议纠纷案件中的裁判观点，整理出通过诉讼途径解除股权投资协议的关键点，供投资人在签约、履约和解约过程中参考。股权投资的方式分为两种，受让既有股权和认购目标公司新增资本，由此也产生了股权转让纠纷和新增资本认购纠纷两类不同的案由。以下第一至第三部分将主要梳理讨论在什么情况下法院会支持或者不予支持解除股权转让合同，这些裁判观点对于解除增资协议也具有参考价值，第四部分将围绕公司法的若干基本原则在解除增资协议诉讼中的适用展开。

解除股权转让协议, 应证明 “合同目的不能实现”

1. 如果合同目的已经实现, 即使满足约定的解约条件, 法院也可能不支持解约 >>>>>

《民法典》第 562 条规定: “当事人协商一致, 可以解除合同。当事人可以约定一方解除合同的事由。解除合同的事由发生时, 解除权人可以解除合同。”从上述法律规定的字面意思理解, 如果合同约定的解除事由发生, 解除权人即有权解除合同, 并不需要满足其他实体条件。但是, 在司法实践中, 法院仍然会考虑合同目的是否能够实现, 防止因非根本性违约行为解除合同致使双方利益严重失衡, 以及因随意解除合同引发的市场交易的不稳定。

典型案例 26: 刘焕明、刘忠森股权转让纠纷案 (审理法院: 最高院 案号: (2019) 最高法民申 966 号)

裁判观点: “原审认定因目标公司未在借款到期日前偿还银行借款, 根据案涉《股权转让合同》的约定, 郭某、陈某已经构成违约, 刘某明等三人因此享有合同解除权; 但是否应解除合同应结合合同履行情况、合同目的能否实现以及股权返还后果等因素综合考虑。本案中, 目标公司已经用其房产为 5500 万元贷款办理了抵押担保, 在借款合同执行完毕前, 无法确定刘某明等三人经济利益是否受损以及损失数额。本院询问时, 刘某明等三人虽提交其已被法院列为被执行人的证据, 但未提交证据证明目标公司的抵押房产不足以清偿债务, 也未提交其遭受经济损失的证据。”

因此, 在郭某、陈某已经支付全部股权转让价款 718 万元且没有证据证明刘某明三人存在经济损失的情况下, 原审法院结合目标公司已由刘某明等三人进行经营、部分股权被质押且目标公司资产价值发生较大变化等实际情况, 综合认定刘某明等三人的合同利益已经实现, 未支持刘某明等三人解除《股权转让合同》的主张, 并无不当。”

我们认为: 在该案中, 法院虽然认定协议约定的行使合同解除权的条件已经满足, 守约方也因此享有解约权, 但是考虑到合同目的已经实现, 法院最终未支持守约方解除合同的主张。但是, 这一结论不是绝对的。例如, 在 (2019) 最高法民申 4787 号案中, 法院认为只要合同约定的单方解除权已经成立, 即使合同目的已实现, 解约权人仍然可以行使解约权。

2. 对于各种情形的法定解除权, 法院通常都会考察“合同目的实现”问题 >>>>>

《民法典》第 563 条规定: 有下列情形之一的, 当事人可以解除合同: (一) 因不可抗力致使不能实现合同目的; (二) 在履行期限届满前, 当事人一方明确表示或者以自己的行为表明不履行主要债务; (三) 当事人一方迟延履行主要债务, 经催告后在合理期限内仍未履行; (四) 当事人一方迟延履行债务或者有其他违约行为致使不能实现合同目的; (五) 法律规定的其他情形。以上规定的五种情形中, 虽然只有第一种和第四种情形提到了“不能实现合同目的”, 但在司法实践中, 对于其他情形, 法院通常也会考察合同目的是否能够实现。

典型案例 27: 北京九洲华汉广告中心与管国敏、金松股权转让纠纷案 (审理法院: 最高院 案号: (2015) 民提字第 45 号)

裁判观点: “九洲华汉付款 7 年以后, 依然没有获得股东身份, 股权仍然没有变更, 违背了合同订立的目的。根据《中华人民共和国合同法》第九十四条的规定, 当事人一方迟延履行主要债务, 经催告后在合理期限内仍未履行的, 当事人可以解除合同。本案属于经催告后在合理期限内仍未履行, 致使合同目的不能实现的情形, 因此, 九洲华汉请求解除合同, 并要求返还股权转让款的请求合法有据, 应予支持。”

我们认为: 该案的事实类型符合当时的《合同法》第 94 条有关“当事人一方迟延履行主要债务, 经催告后在合理期限内仍未履行的, 当事人可以解除合同”的规定。根据该规定的字面意思, 守约方解除合同不需要证明合同目的不能实现。但是最高院在说理部分, 仍然强调了“致使合同目的不能实现”。如果在该案中合同目的已经实现或者能够实现, 法院有可能作出不一样的裁判。

股权转让协议之“合同目的”的 司法审查和认定

1. 就股权转让协议而言，受让股权、取得企业经营权、控制特定资产或从事特定业务，是常见的三类型化的合同目的 >>>>>>

合同目的通常根据合同约定的主给付义务加以判断。比如，在买卖合同中，出卖人的合同目的在于取得价款，买受人的合同目的在于取得标的物的所有权。由此推之，在股权转让协议项下，出让方的合同目的在于取得股权价款，受让方的合同目的在于取得标的股权，这是最常见的法院认定的股权转让合同的合同目的。考虑到取得标的股权是为了成为股东、行使经营管理公司等股东权利，法院在不少案件中也将取得企业经营权作为受让方的合同目的，尤其当标的股权占到目标公司的股权比例足以使受让方获得对企业的实际经营控制权的时候。这是股权转让协议第二类型化的合同目的。第三种情况是，受让股权只是“手段”，控制目标公司持有的特定资产或从事特定业务才是目的。

典型案例 28：陈家兵、杨裕跃股权转让纠纷案（审理法院：贵州省高级人民法院 案号：(2019)黔民终 1089 号）

裁判观点：“本案陈家兵主张其签订《股权转让协议》的合同目的是以购买新宏伟公司股权的方式，从而参与车用甲醇燃料生产经营活动，但因杨裕跃在新宏伟公司没有真实出资、新宏伟公司不具有车用甲醇燃料生产专利技术，无危险化学品经营许可证资质，也无开展生产经营活动应有的相应资产等，致其合同目的不能实现，故诉请主张依法解除《股权转让协议》。经查，新宏伟公司设立时的公司章程载明：公司经营范围为车用甲醇环保燃料推广、销售及储存；公司注册资本为 2000 万元，其中杨裕跃认缴出资 320 万元，持股 16%。案涉《股权转让协议》约定杨裕跃将其持有的新宏伟公司 16% 的股份共 320 万元的出资额，以 320 万元转让给陈家兵，陈家兵按此价格及金额购买上述股份；杨裕跃保证转让给陈家兵的股份是其在新的宏伟公司的真实出资，是其合法拥有的股权。本案查明的事实是，在《股

权转让协议》签订时，杨裕跃认缴的新宏伟公司 16% 的股份并未实际出资，而是在本案诉讼中以出资名义转入新宏伟公司 272.4 万元，当天即转出，其目的显然在于人为成就已实际出资这一约定。杨裕跃该行为同时表明，其实际也认可真实出资就是实际出资。另查明，宏伟公司及其白云分公司并未将公司资产或危险化学品经营资质等转入新宏伟公司，现宏伟公司及其白云分公司仍处于存续中，新宏伟公司不具有车用甲醇燃料生产专利技术，也无经营场地等，提起本案诉讼时，也未开展车用甲醇燃料生产经营活动。上述事实足以认定杨裕跃违反了《股权转让协议》约定，致陈家兵签订该协议的目的不能实现……。”

我们认为：在该案中，受让方向法院证明其购买标的股权的目的是参与车用甲醇燃料生产经营活动，因转让方的原因导致该目的不能实现。该受让方的解约主张得到法院支持的关键在于其成功向法院证明了购买股权只是“手段”，最终目的是要从事车用甲醇燃料生产经营活动。

2. 法院往往不接受将商业预期作为合同目的 >>>>>>

法院通常不接受投资人的商业预期作为股权转让协议的合同目的，除非协议中有明确约定。而且，由于股权投资的法律财产属性是收益与风险并存，如果协议中将实现某种盈利目标作为合同目的加以约定，就违反了“股权”的法律财产属性，很有可能得不到法院支持。建议投资人将取得特定业务牌照、获得特定业务资格等约定为合同目的，更有可能得到法院的认可。

典型案例 29：裕秀物流股份有限公司、新生活集团（中国）有限公司股权转让纠纷案（审理法院：最高院 案号：(2020)最高法民终 564 号）

裁判观点：“如前所述，案涉股权的转让不仅仅是裕秀公司购买新生活集团持有的裕秀新生活物流公司的股份，亦是裕秀公司以购买股份的方式完成其对新设立公司即裕秀新生活物流公司的投资和控制经营，裕秀公司受让新生活集团持有的裕秀新生活物流公司 51% 股份的目的是完成合作投资，获取裕秀新生活物流公司的经营权。根据本案查明的事实，新生活集团按约将其持有的裕秀新生活物流公司 51% 股权变更登记到裕秀公司名下，裕秀公司取得了裕秀新生活物流公司 51%

的股份，亦取得了裕秀新生活物流公司的经营权，实现了《合作投资协议书》和《股权转让及转移经营权协议书》中约定的合同目的。至于裕秀新生活物流公司的经济效益未达到裕秀公司的预期，原因复杂，裕秀公司主张由于新生活集团违约导致合同目的不能实现，理由不能成立。一审判决认定裕秀公司不具有法定解除权，认定事实和适用法律亦无不当。”

我们认为：该案原告主张被告没有适当履行合同义务而导致原告没有取得预期收益，故而合同目的不能实现。法院认为案涉协议的目的是获得对目标公司的投资和控制经营，而该合同目的已经实现。

典型案例 30：章建清、大兴烨扬（上海）资产管理有限公司股权转让纠纷案（审理法院：最高院 案号：(2019)最高法民终 686 号）

裁判观点：“现章建清诉请烨扬公司继续履行合同，但烨扬公司以《股权转让协议》签订的目的系为和源公司上市、章建清存在诸多违约行为且和源公司价值严重贬损为由，……反诉解除《股权转让协议》。……关于合同目的。双方当事人签订合同名称为股权转让协议，合同的核心内容是烨扬公司以 6803.16 万元对价受让章建清所持和源公司 12% 的股权，并基于该内容，对股权转让款的支付、股权变更、违约责任等股权转让事宜进行了具体约定，协议中并无和源公司上市等相关内容，故

《股权转让协议》的签订，系双方当事人就和源公司股权买卖达成的合意，章建清作为股权出让方以获取股权转让对价款为合同订立目的，烨扬公司作为股权受让方以获得和源公司 12% 的股权为合同订立目的。烨扬公司主张签订《股权转让协议》的目的是为和源公司上市，与合同约定不符，不予支持。”

我们认为：在该案中法院以协议中并无上市相关内容为由，不予认定上市为合同目的。但是，即使协议中约定了上市作为合同目的，法院考虑到合同履行的程度、交易的稳定等因素，也可能不会支持合同解除。

3.违反主要的“陈述与保证”可能被认定为导致合同目的不能实现 >>>>>>

如果协议中将转让方遵守“陈述与保证”条款作为签订合同的基础或者合同目的，而转让方又违反了主要的“陈述与保证”条款，那么法院也可能以此为由认定合同目的不能实现。需要注意的是，“陈述与保证”条款是对目标公司和标的股权的现状的陈述与保证，而不是对未来发展状况的保证。

典型案例 31：褚艳春、李文颖、褚福旭、梁太全、张旭东、李新波与吕天丽、吕天学、赵占军、谭卫东、吉林恒金药业股份有限公司股权转让纠纷案（审理法院：吉林省高级人民法院 案号：(2020)吉民再 91 号）

裁判观点：“褚艳春等六人购买吕天丽、吕天学目标公司股权的目的，是为经营目标公司，吕天丽、吕天学在合同中已向褚艳春等六人承诺目标公司无未缴税款，各方亦同时明确，该披露信息的真实，是褚艳春等六人购买公司股权的前提。然而，据 2017 年 1 月 19 日长春市国家税务局第三稽查局向目标公司下发了《税务行政处罚决定书》【长国税稽三局(2017)5 号】所载，目标公司在 2012 年 5 月 1 日至 2014 年 8 月期间存在欠税的违法行为……由上可见，吕天丽、吕天学并未能依约向

褚艳春等六人披露目标公司拖欠税款的情况，且该税款数额数倍于股权转让款价格，直接影响了目标公司的正常经营，导致褚艳春等六人就股权转让协议的合同目的无法实现，吕天丽、吕天学并未依约履行合同义务。依照《中华人民共和国合同法》第九十四条之规定，当事人一方迟延履行债务或者其他违约行为致使不能实现合同目的的，当事人可以解除合同。因此，褚艳春等六人主张解除双方股权转让协议于法有据。”

我们认为：在该案中转让方向受让方保证目标公司不存在未缴税款，且各方确认该披露信息的真实性是受让方购买目标股权的前提。因此，当目标公司实际存在高额未缴税款时，法院认定合同目的无法实现。

“综合判断”的审查标准增加了解除股权转让协议的难度

1.“汤长龙诉周士海股权转让纠纷案”确定解除股权转让协议相较于解除一般买卖合同的特殊性 >>>>>>

实务界一般认为《最高人民法院关于发布第 14 批指导性案例的通知》[法(2016)311 号]之指导案例第 67 号“汤长龙诉周士海股权转让纠纷案”是法院审查是否应解除股权转让合同的标准发生重大变化的分水岭。该案基本案情是：原告汤长龙与被告周士海于 2013 年 4 月 3 日签订《股权转让协议》及《股权转让资金分期付款协议》。双方约定：周士海将其持有的青岛变压器集团成都双星电器有限公司 6.35% 股权转让给汤长龙。股权合计 710 万元，分四期付清。此协议双方签字生效，永不反悔。协议签订后，汤长龙于 2013 年 4 月 3 日依约向周士海支付第一期股权转让款 150 万元。因汤长龙逾期未支付约定的第二期股权转让款，周士海于同年 10 月 11 日，以公证方式向汤长龙送达了《关于解除协议的通知》，以汤长龙根本违约为由，提出解除双方签订的《股权转让资金分期付款协议》。次日，汤长龙即向周士海转账支付了第二期 150 万元股权转让款，并按照约定的时间和数额履行了后续第三、四期股权转让款的支付义务。周士海以其已经解除合同为由，如数退回汤长龙支付的 4 笔股权转让款。汤长龙遂向人民法院提起诉讼，要求确认周士海发出的解除协议通知无效，并责令其继续履行合同。另查明，2013 年 11 月 7 日，青岛变压器集团成都双星电器有限公司的变更(备案)登记中，周士海所持有的 6.35% 股权已经变更登记至汤长龙名下。

最高院在再审“汤长龙诉周士海股权转让纠纷案”时指出：“本案系有限责任公司股东将股权转让给公司股东之外的其他人。尽管案涉股权的转让形式也是分

期付款，但由于本案买卖的标的物是股权，因此具有与以消费为目的的一般买卖不同的特点：一是汤长龙受让股权是为参与公司经营管理并获取经济利益，并非满足生活消费；二是周士海作为有限责任公司的股权出让人，基于其所持股权一直存在于目标公司中的特点，其因分期回收股权转让款而承担的风险，与一般以消费为目的分期付款买卖中出卖人收回价款的风险并不同等；三是双方解除股权转让合同，也不存在向受让人要求支付标的物使用费的情况。综上特点，股权转让分期付款合同，与一般以消费为目的分期付款买卖合同有较大区别。对案涉《股权转让资金分期付款协议》不宜简单适用《合同法》第一百六十七条规定的合同解除权。……从维护交易安全的角度，一项有限责任公司的股权交易，关涉诸多方面，如其他股东对受让人汤长龙的接受和信任(过半数同意股权转让)，记载到股东名册和在工商部门登记股权，社会成本和影响已经倾注其中。本案中，汤长龙受让股权后已实际参与公司经营管理、股权也已过户登记到其名下，如果不是汤长龙有根本违约行为，动辄撤销合同可能对公司经营管理的稳定产生不利影响。”

在该指导案例之前，对于股权转让合同解除的审查，在适用《合同法》总则的相关规定时，主要参考相关法律以及司法解释有关买卖合同的规定。在该指导案例之后，法院开始强调股权转让合同的解除需要考虑股权的特殊属性，从而逐渐形成了“综合判断”的审查标准。



2.“综合判断”往往成为法院不支持解除股权转让协议的理由 >>>>>>

如前所述，合同目的是否能够实现是法院考虑是否应支持解除股权转让合同的基本前提，可谓“定海神针”。但是如果“定海神针”的位置不甚清晰，法院就会借助“综合判断”这一审查标准来进一步论证其裁判的合理性和公允性。由于“综合判断”的内容集中在解除股权转让合同可能对交易安全、交易稳定和第三方利益造成的损害，因此，“综合判断”的结果往往是法院不支持解除股权转让合同。

典型案例 32：上海绿洲花园置业有限公司、霍尔果斯锐鸿股权投资有限公司股权转让纠纷案（审理法院：最高院 案号：(2017) 最高法民终 919 号）

裁判观点：“……（二）《股权转让协议》的合同目的是否不能实现，是否应予解除。……绿洲公司作为股权的出让方，其转让股权的目的在于收取股权转让款，迟延交付 1.5 亿元股权转让款虽使其遭受损失，但是通过股权买受人继续履行股权转让款支付义务并承担违约责任等，合同目的仍能实现。现本院认定剩余 1.5 亿元股权转让款的支付条件已经成就，绿洲公司主张迟延履行支付 1.5 亿元股权转让款致使《股权转让协议》合同目的不能实现的理由不成立……绿洲公司亦不能依据锐鸿公司和海港城公司的该违约行为主张解除《股权转让协议》。”

股权是一种综合性的财产权利，不仅包括财产收益权还包括公司经营决策权等多种权利。股权转让合同的签订与履行不仅直接影响合同当事人的利益，而且还会影响目标公司的员工、债权人及其他相关第三人的利益。因此，解除股权转让合同除应依据法律的明确规定外，还应考虑股权转让合同的特点。尤其在股权已经变更登记，受让方已经支付大部分款项、且已经

实际控制目标公司的情况下，解除股权转让合同应结合合同的履行情况、违约方的过错程度以及股权转让合同目的能否实现等因素予以综合判断。本案中，绿洲公司已将海港城公司 80% 的股权变更登记至锐鸿公司名下，锐鸿公司已经实际接管海港城公司达两年多，占海港城公司 20% 股权的股东国升公司明确反对绿洲公司再次进入海港城公司，威斯汀酒店也开业在即，海港城公司在中国银行海口海甸支行的贷款本息已经还清，海港城公司于 2016 年 2 月 19 日分立为海港城公司和绿创公司。与 2015 年 11 月 19 日案涉股权过户时相比，锐鸿公司持有的海港城公司股权的价值及股权结构均已发生较大变化，案涉股权客观上已经无法返还。综上，锐鸿公司虽然存在迟延支付股权转让款的违约行为，但是依据本案事实和法律规定，《股权转让协议》并不符合法定解除条件应予以解除，绿洲公司该项上诉请求不成立，本院不予支持。”

我们认为：在该案中，法院虽然认定合同目的能够实现，但仍然用较大篇幅从“综合判断”角度出发，进一步论证法院为什么不支持解除股权转让合同，使得法院裁判结果的公允性和合理性进一步增强。

3.“综合判断”vs“合同目的是否实现”，后者胜出 >>>>>>

虽然解除股权转让合同可能影响多方面的利益，不符合“综合判断”的利益考量，但是在几乎所有股权转让纠纷都涉及到多方利益的情况下，仅以此为由就拒绝解除股权转让合同显然是不合理的，也违反了《民法典》有关合同解除的规定。从下面的案例可以看出，一旦“合同目的不能实现”这一结论不存在任何争议，那么无论根据“综合判断”的结果如何不佳，法院仍会支持解除股权转让合同，为守约方提供相当之救济。

典型案例 33：周双政、李志慧股权转让纠纷案（审理法院：最高院 案号：(2018) 最高法民终 295 号）

裁判观点：“本院认为，根据双方当事人的上诉及答辩意见，本案二审争议的焦点问题是，案涉《协议》应否解除，如应解除，双方当事人的权利义务应如何解决。从案涉《协议》的内容来看，《协议》为股权转让之性质，转让标的为万和公司的股权。股权是一种综合性的财产权利，不仅包括财产收益权，还包括公司经营决策权等多种权利。股权转让合同的签订与履行不仅直接影响合同当事人的权利义务，而且还会影响目标公司、公司债权人及其他相关第三人的利益。因此，解除股权转让合同除应根据《中华人民共和国合同法》的明确规定外，还应考虑股权转让合同的特点。尤其是在股权已变更登记，受让方已经支付部分款项，且已实际控制目标公司的情况下，解

除股权转让合同更应结合合同的履行情况、违约方的过错程度以及合同目的能否实现等因素予以综合判断。具体到本案，因股权受让方高磊、吴学锋在履行案涉《协议》过程中存在逾期付款行为，并拒绝继续履行支付剩余股权转让对价的合同义务，导致股权转让方周双政、李志慧通过转让股权获取转让对价的合同目的无法实现，案涉《协议》存在《中华人民共和国合同法》第九十四条第四项规定的法定解除之情形，应当予以解除。《协议》解除后，双方当事人的权利义务应当依照《中华人民共和国合同法》第九十七条之规定予以解决。”

我们认为：由于违约方不仅逾期付款而且拒绝继续履行支付剩余股权转让对价的义务，导致合同目的无法实现。在这种情况下，为了维护守约方的利益，即使解除合同会产生诸多不利影响，法院仍然支持解约的主张。

4. 常见的影响“综合判断”的因素 >>>>>>

(1) 系争股权是否已经再次转让

典型案例 34: 陈倩君、伍一洵股权转让纠纷案 (审理法院: 江西省高级人民法院 案号: (2018) 赣民再 77 号)

裁判观点: “守约方在其损失可以获得弥补的情况下应选择有利于维护合同稳定的救济方式。当事人订立商事合同和在合同中约定违约责任条款的目的是为了保障交易得到履行, 并非是想通过让对方承担违约责任来获取经济利益, 在守约方可以向对方主张多种违约责任时, 如果其损失可以得到弥补, 应当尽量选择对交易影响最小的救济方式, 以维护合同的稳定促进市场交易, 这既符合当事人订立合同的最初目的, 也是合同法的精神。本案中陈倩君已经履行了合同的主要付款义务, 伍一洵的合同义务也履行完毕, 已将股权转让登记到陈倩君名下, 合同的主要内容已经履行完毕, 且陈倩君已将部分公司股

权又再行转让给案外人。此种情况下, 即使解除合同, 陈倩君也无法将股权全部返还给伍一洵。本案转让股权的目标公司真如堂公司系有限责任公司, 有限责任公司既有资合的特点, 又有明显的人合特征, 在真如堂公司股份已经发生变化的情况下, 返回股权还应考虑可能给其他股东和真如堂公司带来的影响, 允许解除合同也将导致已经稳定的各种社会关系出现新的不稳定。因此, 在伍一洵的违约损失可以通过要求陈倩君承担逾期滞纳金得到弥补, 合同主要内容已经履行完毕的情况下, 维护合同的稳定有利于各方和社会利益。”

我们认为: 如果系争股权已经由受让方再次进行转让, 造成了客观上不可能再恢复原状, 允许解除合同只能导致新的不稳定, 法院将不会支持解除股权转让合同。

(2) 受让股东是否已经实际参与公司经营管理

典型案例 35: 秦盛、袁莹玖等股权转让纠纷案 (审理法院: 新疆维吾尔自治区高级人民法院 案号: (2022) 新 40 民终 1036 号)

裁判观点: “关于争议焦点二, 首先, 如上所述, 本案系股权转让纠纷, 依据《中华人民共和国公司法》及双方签订《蓝诺公司股东会决议》, 可以认定秦盛签订该决议的合同目的系取得蓝诺公司 25% 的股权并成为该公司的新股东。其次, 从本案情况看, 袁莹玖、任毅与秦盛签订《蓝诺公司股东会决议》后, 蓝诺公司虽未向秦盛签发出资证明书, 未将秦盛的股东身份等内容同记载于股东名册, 也未变更蓝诺公司章程, 亦未办理蓝诺公司的股权变更登记, 但秦盛已按约履行部分股权转让款, 并以蓝诺公司委托代理人名义

参与蓝诺公司对外业务合同的签订, 已实际参与公司的经营管理, 行使了股东权利。且蓝诺公司及公司原股东袁莹玖、任毅均认可秦盛的股东身份。因此, 秦盛的上述行为符合取得蓝诺公司股东资格及股东权利的实质要件和形式要件, 应确认秦盛系蓝诺公司股东, 并取得相应的股权, 其合同目的已经能够实现。故秦盛以不能实现合同目的为由解除《蓝诺公司股东会决议》的主张, 缺乏事实和法律依据, 本院不予支持。”

我们认为: 在该案中, 虽然受让方并未取得出资证明书, 也未被载入目标公司章程, 也没有被政府登记为目标公司股东, 但是受让方已经委托代理人参与目标公司的经营管理, 因此法院认定案涉股权转让合同的合同目的已经能够实现。

(3) 受让股权后目标公司是否发生巨大变化

典型案例 36: 李兹、蔡晓红股权转让纠纷案 (审理法院: 广东省高级人民法院 案号: (2020) 粤民再 422 号)

裁判观点: 本案中, 虽然李兹、蔡晓红存在违约行为, 但目标公司的股权在签订协议后已变更至李兹、蔡晓红名下, 李兹、蔡晓红按照协议约定承接了鸿基公司的相关债务, 并投入大量资金对鸿基公司开发的锦绣花园项目进行开发, 现锦绣花园项目已基本销售完毕。与案涉股权过户时相比, 鸿基公司的股权价值发生重大变化, 案涉股权客观上已经无法返还。而林文钊、林文佳转让案涉股权的目的是获得 1500 万元的对价, 在李兹、蔡晓红已支付 1000 万元股权转让款的情况下, 李兹、蔡晓红迟延履行股权转让款不会导致林文钊、林文佳合同目的不能实现。如果案涉

《股权转让协议》解除, 不仅导致鸿基公司的正常经营受到重大影响, 而且双方还需对鸿基公司转让后的债权债务进行全面清理, 对鸿基公司的债权人、员工等造成影响, 后续可能引发大量诉讼。因此, 考虑到股权转让的特殊性、双方履行合同的情况以及维护交易的稳定性, 案涉《股权转让协议》不应予以解除。

我们认为: 在该案中, 法院认定目标公司的股权价值与案涉股权过户时相比发生重大变化, 导致案涉股权客观上已经无法返还。该案的特殊性在于案涉交易不仅涉及股权转让交易, 还涉及到债务承接和项目后续投资开发。由于各项交易都已经进行, 法院认为解除股权转让合同会对目标公司、目标公司债权人及员工产生影响, 所以认定不应解除案涉股权转让合同。

(4) 守约方是否继续接受违约方履行

典型案例 37: 安徽信业医药有限公司、安徽天康(集团)股份有限公司股权转让纠纷案 (审理法院: 最高院 案号: (2018) 最高法民终 854 号)

裁判观点: “本院认为, 本案二审争议焦点为信业医药公司是否有权行使合同解除权。……依此, 信业医药公司在天康集团公司对目标公司进行重组后未按约付款的情况下享有收回股权及不退回天康集团公司已支付款项的权利, 即在一定条件成就下行使合同解除权。……虽如此, 信业医药公司并未要求解除与天康集团公司之间的股权转让协议, 仍接受天康集团公司于 2015 年

12 月 8 日继续履行协议的付款义务, 并与天康集团公司于 2015 年 12 月 9 日进行结算并形成《说明》, 要求天康集团公司在 2015 年 12 月 30 日前支付剩余款项 2265.8 万元。信业医药公司的上述行为表明其已经放弃了合同约定的解除权, 选择继续履行双方协议。”

我们认为: 在该案中, 受让方已经取得了约定的合同解除权, 却仍然接受违约方向其继续履行协议义务。法院认为受让方的行为表明其已经放弃了合同解除权, 选择继续履行协议, 后续无权再以同一理由主张解除合同。

公司法的基本原则在解除 增资协议案件的应用

虽然股权转让合同也涉及到目标公司的利益,但是目标公司不是股权转让合同的必需合同主体,而且目标公司的资本和资产状况也不会因股东变更而发生变化。因此,除非相关案件涉及到了目标公司的章程或者公司治理等方面内容,法院在审理解除股权转让合同纠纷时,少有引用公司法的相关规定。

解除增资协议案件与此不同。**第一**,目标公司是增资协议的必需主体,而且是实施和履行增资协议的主要义务主体。**第二**,增资后,目标公司不仅股权结构发生了变化,其资本和资产情况也发生了改变,具体表现为注册资本的增加以及在溢价增资时的资本公积金的增加。投资人主张解除增资协议,尤其是主张目标公司减资或者返还投资款,必然会对目标公司产生直接的影响。因此,在合同法之外,遵循公司法的若干基本原则是法院审理解除增资协议案件的重要裁判思路。

1.根据公司债权人利益保护原则,如已进行增资登记,投资人难以要求返还投资款

典型案例 38: 韩梧丰、邬招远公司增资纠纷案 (审理法院: 最高院 案号: (2019) 最高法民申 1738 号)

裁判观点: “关于二审判决解除投资协议及返还投资款是否属于错误适用公司法有关股东不得抽逃出资的规定。邬招远、宝威企业认为真金公司的出资款已转为占空比公司的法人财产,二审判决解除投资协议、返还投资款,违反了公司法关于股东不得抽逃出资的规定。再审审查过程中,各方当事人均确认,真金公司增资占空比公司的 2000 万元尚未在工商行政管理部门进行增资变更登记。公司法规定股东不得抽逃出资,以及公司减少注册资本应当履行相应的法定程序并依法向公司登记机关办理变更登记,

主要目的之一在于保护公司债权人的利益。案涉 2000 万元增资款尚未在工商登记部门办理变更登记,该增资款对公司债权人尚未产生公示效力,公司债权人尚无需要保护的信赖利益,真金公司依约定条件解除案涉《增资协议》并请求返还投资款,并不涉及因抽逃出资或不按法定程序减资损害公司债权人利益的问题。”

我们认为: 在该案中,法院首先是支持了投资人解除投资协议的主张,而后在认定投资人是否有权请求返还投资款时,主要考虑的是增资行为是否已经办理工商变更登记。如已经进行变更登记,则对公司债权人产生公示效力,为了保护公司债权人的信赖利益,此时不应允许投资人请求返还投资款。

2.根据公司资本充实原则,投资人不能要求返还投资款(含注册资本和资本公积金)

典型案例 39: 浙江新湖集团股份有限公司与浙江玻璃股份有限公司、董利华、冯彩珍及青海碱业有限公司之公司增资纠纷案 (审理法院: 最高院 案号: (2013) 民申字第 326 号)

裁判观点: “本案争议焦点为,新湖集团已注入青海碱业的资本公积金能否返还。《增资扩股协议》是由青海碱业原股东浙江玻璃、董利华、冯彩珍与新股东新湖集团就青海碱业增资扩股问题达成的协议。在该协议履行过程中,因浙江玻璃的根本违约行为,新湖集团采用通知方式解除了该合同。《中华人民共和国合同法》第九十七条规定“合同解除后,尚未履行的,终止履行;已经履行的,根据履行情况和合同性质,当事人可以要求恢复原状、采取其他补救措施,并有权要求赔偿损失”。本案《增资扩股协议》解除后,新湖集团请求判令浙江玻璃、董利华、冯彩珍返还其出资款中的资本公积金 336884976.80 元。但《增资扩股协议》的性质决定了新湖集团所诉的这部分资本公积金不能得以返还。《增资扩股协议》的合同相对人虽然是浙江玻璃、董利华、冯彩珍,但合同约定增资扩股的标的却是青海碱业。合同履行过程中,新湖集团也已将资本金直接注入了青海碱业。青海碱业系合法存在的企业法人。浙江玻璃、董利华、冯彩珍均不再具有返还涉案资本公

金的资格。至于青海碱业能否返还新湖集团已注入的这部分资本公积金,关乎资本公积金的性质。新湖集团认为,本案中其因《增资扩股协议》注入的资本公积金不同于《公司法》中规定的“出资”,可以抽回的主张,依据不足。股东向公司已缴纳的出资无论是计入注册资本还是计入资本公积金,都形成公司资产,股东不得请求返还。二审判决未支持新湖集团返还资本公积金的请求,并无不当。”

我们认为: 该案历经浙江绍兴中院一审、浙江省高院二审和最高院再审。虽然三级法院都认为案涉增资协议应予解除,但对于是否应返还资本公积有不同论述和观点。一审法院认为仅要求返还资本公积、而不要求返还注册资本,不违反资本充实原则,因此应予支持要求返还资本公积的请求。二审法院认为资本公积金虽然无需在工商部门登记,但其与注册资本均属于公司资本范畴,如果将该资本公积金予以返还,将导致公司资本规模的减少,损害公司的财产和信用基础,损害公司债权人的利益。最高院认为“无论是计入注册资本还是计入资本公积金”的出资都形成了公司资产,股东都不得请求返还。按照最高院在这一案件中的裁判思路,所有的增资款,无论是注册资本和资本公积金,都不能要求返还。

3. 仅当协议有明确约定时，股东之间才有互相返还出资款的义务 >>>>>>

典型案例 40 上海保铮网络科技有限公司、王亮、上海车征网络科技有限公司与上海仰玉创业投资中心合同纠纷案（审理法院：上海市第二中级人民法院 案号：(2019)沪 02 民终 682 号）

裁判观点：“第 7.2 条违约责任约定，目标公司和 / 或原股东未遵守本协议第三条“承诺与保证”中任意一项约定，则无论本次增资是否完成，新股东有权向目标公司和 / 或原股东发出书面通知要求解除本协议，同时要求目标公司和 / 或原股东在 7 日内将新股东已实际支付的增资款全额退回，

并以增资款总额 20% 年化利率支付筹资成本；累积投资款的 30% 作为违约金。因此，一审法院依据上述约定判令解除《增资协议》，以及保铮公司、王亮、车征公司分别应向仰玉创业投资中心承担的付款义务，符合各方共同签订的合同约定，并无不当，本院予以维持。”

我们认为：该案中，上海市第二中级人民法院认定增资协议应予解除，并且由于各方在协议中约定了新股东有权要求原股东返还增资款，法院也支持了投资人要求原股东返还投资款的请求。

4. 根据公司自治原则，法院通常不会支持原告提出的强制要求目标公司减资的请求

典型案例 41：海南天然橡胶产业集团股份有限公司、海南华阳投资集团有限公司新增资本认购纠纷、买卖合同纠纷案（审理法院：最高院 案号：(2020)最高法民终 223 号）

裁判观点：“（三）关于海胶公司请求华橡公司办理减资手续是否应支持的问题。《中华人民共和国公司法》第三十七条第一款规定，股东会行使下列职权……（七）对公司增加或者减少注册资本作出决议……第一百七十七条规定，公司需要减少注册资本时，必须编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四十五日内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。公司减资属于公司内部自治事项，公司法规定了经股东会决议后公司减资应履行的程序，但是目前尚无法律规定人民法院可以强制公司减资，事实上，强制公司减资也违背公

司法关于公司自治的立法精神。原审法院认为在无法律规定的情况下司法不宜直接干预此问题，并无不当。海胶公司诉请华橡公司办理减资手续，于法无据，本院不予支持。”

我们认为：在该案中，法院不予支持有关目标公司办理减资手续的请求，主要是基于“无法律规定人民法院可以强制公司减资”以及“强制公司减资也违背公司法关于公司自治的立法精神”。值得注意的是，该案原告还同时提出了解除案涉增资扩股协议的诉讼请求以及返还已经注入到目标公司的资产的诉讼请求，而这两项请求均未得到法院支持。如果法院在该案中支持了解除增资协议的请求，在这种情况下是否仍然会不予支持减资的诉讼请求，不得而知。但最高院的这一案件确实为解除增资协议纠纷时是否应支持有关目标公司减资的诉讼请求设定了一个新的裁判路径，值得投资人在拟定诉讼请求时加以充分考虑。

小结

以上裁判观点表明，单方解除股权投资协议获得法院支持的难度较大。要提供获得法院支持的成功率，需要从以下方面进行考虑和安排：（1）在合同中清晰约定合同目的，留存证明合同目的的相关证据；（2）在合同中详尽约定可单方解除合同的情形；（3）及时行使解约权，在目标公司发生重大变化之前提出解除合同；（4）一旦因对方违约而发生解约事由，应避免再接受对方的继续履约，及时主张解约。另外，在解除增资协议时，要在协议中特别约定其他股东在解除协议时的投资款返还义务，在诉讼中要尽量避免直接请求法院强制目标公司减资。

第五章

破产或清算时的 股权退出

破产中的股权退出 常见争议问题

当股权投资遇上目标公司破产，投资人将面临无法退出的风险。此时，区分投资人在目标公司中的投资性质，就显得尤为重要。

如果投资被认定为股权（投资人为破产公司股东），则投资人仅能在债权人得到全部清偿后，对剩余财产（如有）进行分配，由于仍有剩余资产的情况较为少见，如果投资是股权，投资人可能将血本无归；如果投资被认定为债权（投资人为破产公司债权人），则投资人有权参与破产财产分配程序，或许还能分得一杯羹。

因此，在破产情况下，相关投资究竟是债权投资还是股权投资，投资人是以债权人身份退出，还是以股东身份退出，对投资人的利益至关重要。

前文已详细阐述了股权回购、名股实债等情况下，股权与债权应如何区分。本部分将着重考察破产背景下，区分股权与债权的特殊考量，并从此出发，分析不同情况下，投资人可能面对的问题、风险及应对方式。

（一）破产时对股、债性质的认定需要结合多重因素考量

当被投资的目标公司进入破产程序，法院在认定相关投资是股权还是债权的法律性质时，往往会考虑到一些特殊因素。之所以区别对待破产与非破产情形，主要是因为破产程序中对某一投资的定性，不仅会影响到投资人和目标公司，还会直接影响到诸多第三人的利益，比如债权人的清偿比例、股东的分配比例。因此，在破产情况下，法院在平衡投资人和目标公司利益的同时，往往还需要考虑如何平衡第三人利益的问题。

关于司法实践究竟如何区分破产情形下的债权和股权，从我们检索的近五年来破产债权确认纠纷中涉及股权投资（股权回购、名股实债）的相关案例来看，有以下三种情形：

1. 已被生效裁判文书确定为债权的，破产中将保持一致性，认定投资为破产债权

典型案例 42：青海华鑫水电开发有限公司与中融国际信托有限公司破产债权确认纠纷二审民事判决书（审理法院：青海省高级人民法院 案号：（2021）青民终 74 号）

裁判观点：“对于黄河再生铝公司与中融信托公司之间股权回购问题，根据北京市第二中级人民法院（2019）京 02 执 124 号民事执行裁定和中融信托公司与黄河再生铝公司、华鑫水电公司等达成的《执行担保、执行和解协议》，已确定为及时清偿的债权债务关系。从工商登记的角度所显示的中融信托公司是华鑫水电公司股东一节事实，不可能完整表达由中融信托公司、华鑫水电公司、黄河再生铝公司自认中融信托公司是华鑫水电公司实际债权人身份的真实意思。现华鑫水电公司在本案诉讼中既承认依据相关合同关系其长期向中融信托公司支付相应利息与中融信

托公司通过增资、股权转让形成融资关系，又抗辩以工商登记的公示形式认定中融信托公司为华鑫水电公司股东的理由与其在破产重整前长期承认双方系债务关系，又在破产重整期间抗辩双方是股东关系自相矛盾。一审根据案件事实，对双方所产生的民事法律关系确定为名股实债，认定中融信托公司向华鑫水电公司、黄河再生铝公司融资款是债权，二审予以采纳。”

总体而言，相关案例中将投资认定为债权投资的居少数。鉴于投资的债权属性已由发生法律效力裁判确认，在破产债权确认案件中，破产法院为维持生效裁判的既判力，往往会将投资认定为破产债权。此外，由于投资的债权属性已在另案裁判中得以公示，相关债权人能够获悉投资人是公司债权人而非股东的情况，故破产法院在此种情况下未考察第三人信赖利益，亦有其道理。

2. 以保护第三人利益为由，认定投资为股权 >>>>>

典型案例 43：新华信托股份有限公司与湖州港城置业有限公司破产债权确认纠纷案（审理法院：浙江省湖州市吴兴区人民法院 案号：(2016)浙 0502 民初 1671 号）

裁判观点：“本案不是一般的借款合同纠纷或股权转让纠纷，而是港城置业破产清算案中衍生的诉讼，本案的处理结果涉及港城置业破产清算案的所有债权人的利益，应适用公司的外观主义原则。即港城置业所有债权人实际（相对于本案双方当事人而言）均系第三人，对港城置业公司的股东名册记载、登记机关登记所公示的内容，即新华信托为持有港城置业 80% 股份的股东身份，港城置业之外的第三人有合理信赖的理由。”

典型案例 44：青海泉汪投资管理有限公司与青海大自然地毯纱有限公司破产债权确认纠纷案（审理法院：青海省高级人民法院 案号：(2019)青民终 167 号）

一审裁判观点：本案中，《投资协议书》仅具有内部效力，对于外部第三人而言，股权登记具有公示作用。地毯纱公司目前处于破产清算过程中，在公示事项与投资事实不符时，地毯纱公司的其他债权人合理信赖，地毯纱公司管理人在破产程序中履行管理职能，确认泉汪公司对破产企业不享有 300 万元破产债权正确。

在前述两案例中，一审法院均从商事外观主义出发，以保护第三人信赖利益为由，认定投资为股权。但经检索，第一个案例二审（案号：(2016)浙 05 民终 1555 号）应是以调解方式结案，故该判决的认定实际并未生效，但该案一审判决在司法实务中仍较有影响力；同时，第二个案例的二审法院在判决中转变了说理的侧重点，具体见下文法院认定的第三种情形。

3. 法院以投资未完成“股转债”程序为由，认定投资为股权 >>>>>

典型案例 45：青海泉汪投资管理有限公司与青海大自然地毯纱有限公司破产债权确认纠纷案（审理法院：青海省高级人民法院 案号：(2019)青民终 167 号）

二审裁判观点：“协议对泉汪公司的出资转化为债权，设定的条件和程序是通过转让或企业回购及清算等方式完成，该部分内容不违反法律规定，为有效的合同条款，表现为当事人的合同意志，应当得到正确履行……由于地毯纱公司依法

进入破产清算程序所出现的法定事由，致使投资人泉汪公司失去依《投资协议书》为依据，转让或由企业回购方式实现‘股转债’的基础，且依法进行的破产还债程序与公司及股东对公司自行清算的性质和程序不同，依法进行的破产还债程序致使泉汪公司在破产清算程序开始后，不能按《投资协议书》完成‘股转债’。据此，泉汪公司的上诉理由和请求是要否定《投资协议书》约定的‘股转债’的相关条件和程序，要求直接确认投资款为债权，与《投资协议书》内容相悖。”

典型案例 46：孙京丽与宁波世捷新能源科技有限公司破产债权确认纠纷案（审理法院：浙江省慈溪市人民法院 案号：(2020)浙 0282 民初 6720 号）

裁判观点：“原告对被告享有投资款及利息债权的前提是被告按约履行股权回购条款，但股权回购不能违背资本维持原则，不得损害公司债权人利益，同时根据《九民纪要》的相关规定，被告回购其公司股权应当完成减资程序，现本院（2019）浙 0282 破申 5 号民事裁定已认定被告具有公司资产不能清偿到期债务的情形，并裁定受理申请人对其提出的破产清算申请，结合管理人陈述的资产核查情况，可确认被告目前已资不抵债，减资将严重损害债权人利益，在该种情形下被告显然已经不能完成减资，故原告要求被告

履行回购条款，确认其对被告享有投资款及资金占用利息的破产债权，缺乏依据，本院不予支持。”

上述案例均是在 2019 年 11 月 8 日《九民纪要》发布后作出。另外，第一个案例的一、二审判决恰好经历了《九民纪要》发布前后的过渡时期。《九民纪要》规定：“投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《公司法》第 35 条关于‘股东不得抽逃出资’或者第 142 条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。”据此，二审判决基于目标公司破产前未完成、破产后也不可能完成“股转债”的减资程序这一理由，否定了投资的债权属性，从另一个角度保护了第三人的利益。

4. 我们对类似案例判决思路的观点理解 >>>>>

实践中，出于商业利益、当事人合意、监管等因素，股权投资往往不是一次性的股权转让或股权出资交易；相反，投资人会使用对赌协议、名股实债等股债混合的交易结构，以求兼顾资金安全和投资收益。我们认为，根据《九民纪要》关于目标公司回购投资人股权（向投资人支付股权款）可履行性的要求，如果目标公司进入破产清算程序，其无法再完成“股转债”的相应减资手续以保护公司债权人利益，那么法院将不支持投资人对目标公司享有债权的主张。

综合以上案例的判决思路，当目标公司进入破产程序，法院可能从以下几个角度考察在宣告破产这一节点后，投资人的投资是股权还是债权：

- (1) 投资人与目标公司等当事人的真实意思；
- (2) 投资人相关投资的外在表象（投资人是否被登记为股东、是否有破产前的另案裁决确定投资性质）；
- (3) 投资人约定了以目标公司支付股权款的方式（回购）退出的，目标公司在破产前是否已为此完成了减资程序。

我们建议，在设计股债混合的交易结构时，需明确交易各个阶段的股债性质（包括内在约定和外在表象）及对应风险，关注合同条款和《公司法》关于股债转换的相关要求；在投资目标公司后，应继续监控目标公司的经营情况，争取在目标公司宣告破产前，完成在目标公司的“股转债”程序或者通过诉讼等法律途径固定投资的债权性质。

(二) 破产时股东借款是否会劣后其他普通债权受偿存在不同观点

前文分析了若投资人以股债混合形式进行投资,在破产情况下,这部分投资更有可能被认定为股权投资,并劣后于债权接受分配。进一步,若投资人在前述股权投资外,还有对公司借款,这部分债权能否与其他债权一起同等受偿?我们认为这一问题值得在本文中予以关注。

1. 美国的衡平劣后原则 (“深石原则”) —— 当债权人有不公平行为时, 法院有权令该债权人劣后于其他债权人受偿 >>>>>

讨论以上问题,就不得不提到美国法上的“深石原则”(Deep Rock doctrine)。该原则源于判例,后被纳入美国《破产法典》(Bankruptcy Code)第 510(c) 条:“法院可.....在衡平居次原则下,将一项已确认债权的全部或部分劣后于另一已确认债权的全部或部分接受分配.....”。

以上规定表明,当债权人有不公平行为时,法院有权将该债权人之债权劣后于其他债权人之债权受偿。具体到股东同时作为债权人情况,若股东有滥用股东权利、出资不实等不公平行为,那么法院即可根据衡平居次原则,决定股东债权应劣后于其他债权人受偿。

2. 我国关于“深石原则”的态度尚不明确,但实务中已有反映该原则的规定及案例

我国《破产法》对“深石原则”未做明确规定,实务中既有反映该原则的相关司法实践,亦有否定该原则的案例。

(1) 当股东未全面履行出资义务(如抽逃出资、出资不实等)或滥用与公司的关联关系形成债权时,司法实践中存在体现“深石原则”的规定及案例

《全国法院破产审判工作会议纪要》(法〔2018〕53 号)(下称《破产纪要》):

“39. 协调审理的法律后果.....关联企业成员之间不当利用关联关系形成的债权,应当劣后于其他普通债权顺序清偿,且该劣后债权人不得就其他关联企业成员提供的特定财产优先受偿。”

典型案例 47: 沙港公司诉开天公司执行分配方案异议案(审理法院:上海市松江区人民法院 案号:(2010) 松民二(商) 初字第 275 号)(2015 年最高院发布四起人民法院典型案例之案例一)

“本案当事人对执行分配方案的主要争议在于,出资不实股东因向公司外部债权人承担出资不实的股东责任并被扣划款项后,能否以其对于公司的债权与外部债权人就上述款项进行分配。对

此,我国法律尚未明确规定,而美国历史上深石案所确立的衡平居次原则对本案的处理具有一定的借鉴意义。在该类案件的审判实践中,若允许出资不实的问题股东就其对公司的债权与外部债权人处于同等受偿顺位,既会导致对公司外部债权人不公平的结果,也与公司法对于出资不实股东课以的法律责任相悖。故本案最终否定了出资不实股东进行同等顺位受偿的主张,社会效果较好,对同类案件的处理也有较好的借鉴意义。”

典型案例 48: 湖南恒利源矿业建设有限公司祁东分公司与衡阳奇源矿业有限公司、四川省达州钢铁集团有限责任公司普通破产债权确认纠纷案(审理法院:湖南省祁东县人民法院 案号:(2019) 湘 0426 民初 103 号)

裁判观点:“被告奇源公司的股东达钢集团在公司注册时已全部投资到位,在运营中奇源公司需要资金周转,达钢集团作为公司的唯一股东转入各项资金,但并未转为奇源公司的公司资本,现奇源公司已进入破产程序,转入的款项应为该公司的破产债权,由于公司股东达钢集团参与了奇

源公司的生产经营,对该公司的生产经营起了主导作用。现奇源公司进入破产清算,其股东达钢集团应负相关责任,参考《重庆市高级人民法院〈关于审理破产案件适用法律问题的解答〉》第 5 问、答内容,即:‘公司注册资本明显不足以负担公司正常运作,公司运作依靠向股东或实际控制人负债筹集,股东或实际控制人因此而对公司形成的债权,可以将公司股东或实际控制人对公司债权确定为劣后债权,安排在普通债权之后清偿’,达钢集团的破产债权可有别于其他普通破产债权劣后清偿.....”

(2) 以法律无明文规定为由,否定“深石原则”的案例

典型案例 49: 江苏悦达贸易股份有限公司与陈为民、卫兵等企业借贷纠纷、民间借贷纠纷案(审理法院:江苏省高级人民法院 案号:)

裁判观点:“至于陈为民认为悦达公司是嘉丰公司唯一法人股东,根据衡平居(2015) 苏执复字第 00159 号次原则和公司法上的深石原则,公司的资产应当首先清偿非股东的借款,悦达公司作为嘉丰公司股东所查封的房产应为陈为民所申请执行案件查封的财产,拍卖所得应当优先偿还陈为民的债务这一理由并无法律依据。根据现有法律规定,陈为民对嘉丰公司所享有的债权和悦达公司对嘉丰公司所享有的债权应当均是平等的。”

该案于 2017 年 11 月作出判决,早于《破产纪要》。如果该案发生在《破产纪要》之后,且能够证明悦

达公司滥用股东权利形成债权的,那么该案即可根据《破产纪要》的明文规定适用“深石原则”,认定悦达公司的债权应劣后受偿。

我们认为,当股东存在较为明确的不公平行为时,如出资不实、抽逃出资、不当利用关联关系形成债权的,将股东债权劣后于其他普通债权清偿,保护了外部债权人的利益,值得提倡。但是,“深石原则”不应被随意滥用——如果其他债权人仅证明投资人是公司唯一股东,但未证明投资人存在滥用关联关系、不当主导公司经营等不公平行为,那么其他债权人关于适用“深石原则”的主张,则不应得到支持。

清算中的股权退出 常见争议问题

1. 优先清算条款是缩减投资人投资风险常见安排 >>>>>>

优先清算是指，当公司出现约定或法定的清算事由时，享有优先清算权的股东可优先于其他股东分配公司资产的情形。由于优先清算条款使得投资人在取得股东身份的同时，又能先于其他股东取得投资收益 / 收回投资成本，减小了投资人的投资风险，故该条款也是私募股权投资的常见条款。

根据美国风险投资协会 (NVCA) 示范文本，优先清算条款的常见表述是：在公司清算时，应按下述分配收益：

备选 1——无参与（后续分配）权的优先清算条款：应首先支付各优先股股东原始购买价的一倍的金額加上股息，剩余收益再分配给普通股股东。

备选 2——有参与权的优先清算条款：应首先支付各优先股股东原始购买价的一倍的金額加上股息。然后，优先股股东在视同转换的基础上与普通股共同参与分配。

备选 3——附上限的有参与权的优先清算条款：应首先支付各优先股股东原始购买价的一倍加上股息。然后，优先股股东在视同转换的基础上与普通股共同参与分配，直至优先股股东取得总计为原始购买价 [__] 倍的价款。

2. 优先清算条款是法院认定投资为债权的考量因素之一，但不必然导致法院认定投资为债权投资 >>>>>>

根据上文关于优先清算条款的表述，在股权投资中设定优先清算条款，可能导致公司清算时投资人的收益与公司实际经营情况脱钩，从而使得投资更近似于债权投资。司法实践中，优先清算条款对于股权与债权区分的影响存在两种认识，情况如下：

(1) 以优先股是相对于普通股而言的股权为由，认为优先清算条款不影响投资股权属性

典型案例 50：山东省财金创业投资有限公司、山东大海纤维股份有限公司破产债权确认纠纷案（审理法院：山东省高级人民法院 案号：(2019)鲁民终 1698 号）

裁判观点：“本案二审的争议焦点为双方协议投资收益应否确认为财金投资公司对大海纤维公司的债权。本案中，财金投资公司增资入股大海纤维公司，占公司 19.35% 的股份……财金投资公司上诉主张其并非优先股，而优先股是相对于普通股而言的，优先股的股东对公司资产、利润

分配等具有优先权。是否为优先股并不影响本案争议结果的认定。涉案协议中各方对投资收益作出明确约定，即为大海纤维公司每年向财金投资公司支付按投资款以年收益率 5% 计算固定收益，但该约定实质仍属股东投资收益即股息红利。出资人在重整期间依法不得请求投资收益分配。股东的投资收益不应按照债权申报程序申报，应按公司法和破产法有关规定进行清偿后的剩余财产再行分配。”

(2) 以投资以优先股方式进行且投资人享有固定收益为由，认为投资为债权投资

典型案例 51：黑龙江金之林农业发展有限公司、黑龙江省大正赛富投资管理有限公司合同纠纷案（审理法院：黑龙江省哈尔滨市中级人民法院 案号：(2021)黑 01 民终 431 号）

裁判观点：“本次投资为甲方按照上述函的规定，以优先股方式进行……《投资协议》明确约定，大正赛富公司投资后按照年收益率 5% 收取固定股息，不参与金之林公司经营，不承担经营风险，并约定三年投资期限及回购条款等内容。上述约定明确表明，投资人大正赛富公司的目的并非取得金之林公司股权，而仅是获得固定收益，且不享有

参与金之林公司经营管理权利。大正赛富公司与金之林公司及其股东间约定符合名股实债的法律关系要件，应认定为大正赛富公司与金之林公司债权债务关系。”

我们认为，针对优先清算条款本身而言，其仅约定有权股东可优先于其他股东接受分配，但没有约定有权股东可与债权人同等受偿，投资人的收益依然与公司经营情况挂钩（以公司盈利为前提），故在没有其他约定或事由使得有权股东与债权人地位相同时，该条款不必然影响投资的股权属性。

3. 清算时，股东超出其认缴注册资本而投入公司的款项，应如何认定？ >>>>>>

实践中，常有股东超出其认缴注册资本，向公司投入款项的情况，比如：股东借款，股东向公司赠与资金，股东向公司溢价增资。

一般而言，各方会明文约定这部分超额款项的性质，但实务中的难点在于无明确约定时，如何判断该部分超额款项为债权还是股权的问题。由于实务中对此类超额款项暂未形成专用术语，本文为方便说明作出限定如下：本文所涉“超额款项”是指，股东超出其认缴注册资本向公司投入资金且未明确约定其性质的款项。

实务中对超额款项的性质认定争议较大，最高院对其性质判断亦有相反观点。

(1) 根据会计制度的规定及借款需要合意的理由, 认为超额款项为应优先认定为股权投资

典型案例 52: 江门市江建建筑有限公司与江门市金华物业投资管理有限公司、江门市金华投资有限公司执行异议之诉再审理民事判决书 (审理法院: 最高院 案号: (2013)民提字第 226 号)

裁判观点: “1993 年 1 月 7 日财政部发布的《房地产开发企业会计制度》第 311 号科目‘资本公积’部分规定: ‘一、本科目核算企业取得的资本公积, 包括接受捐赠、资本溢价、法定资产重估增值、资本汇率折算差额等。’对于资本溢价的范围, 第二款明确规定‘投资人交付的出资额大于注册资本

而产生的差额, 作为资本溢价。’《中华人民共和国公司法》(1994 年 7 月 1 日起施行) 第一百七十八条规定, 国务院财政主管部门规定列入资本公积金的其他收入, 应当列入公司资本公积金。据此可知, 股东对公司的实际出资大于应缴注册资本部分的, 应属于公司的资本公积金。金华物业公司……未提供证据证明双方事先对该出资的性质为借款以及借款期限、借款利息等有特别约定, 在此情形下, 根据财政部的规定, 林金培多缴的出资应为资本公积金, 而非借款。”

(2) 以股东未明确表示无需返还为理由, 认为超额投资应优先认定为债权投资

典型案例 53: 李建军、河南省德瑞置业有限公司借款合同纠纷案 (审理法院: 最高院 案号: (2019)最高法民申 6078 号)

裁判观点: “李建军超出注册资本的出资 2400 万元属什么性质, 影响到本案的审理……在没有证据证明德瑞置业有限公司所收李建军款项系股东提供给公司增资款或股东明确表示就多出资部分无需返还的情形下, 超出注册资本的出资不能简单认定为股东的股权性投资。原审在未查明李建军超出注册资本的出资性质情形下, 就认定李建军所交付的 3000 万元系其对公司的出资, 进而否定李建军的全部诉讼请求依据不足。综上, 原审存在部分事实认定不清, ……指令河南省高级人民法院再审本案。”

此后, 河南省高级人民法院再审认定 ((2020)豫民再 177 号):

“超过登记股权外的 2400 万元款项, 其法律性质是股权性出资或是债权性投资需要依法证明。

德瑞置业有限公司没有证据证明李建军主张的 2400 万元被登记为公司股权, 也没有证据证明该投资被列入德瑞置业有限公司公积金, 所以, 本院对李建军所称的其 2400 万元款项属债权的主张予以认定, 德瑞置业有限公司应限期偿还李建军的 2400 万元投资款及相应的利息。”

我们认为, 当投资人与目标公司未特别约定款项为借款时, 将超额款项推定为股权投资有相关会计制度作为支撑, 且更能保护目标公司及其债权人的利益; 但是, 如有借款协议、股东会决议、公司会计账册等其他证据能够证明投资人与目标公司关于超额款项的真实意思为借款, 那么相关超额款项应被认定为债权投资。投资人在向目标公司提供超额款项时, 应尽可能明确约定超额款项的性质, 以避免公司清算时股东借款被认定为股权投资款。

小结

本部分主要讨论了目标公司破产或清算时, 股权投资退出的诸多问题。其中关于投资股债区分的问题, 较为复杂且直接影响了投资人接受分配的顺位, 值得予以关注。此外, 本部分所涉及的股东借款及超额款项, 亦是股权投资中的常见问题, 投资人可参考其中观点及建议, 进一步规范投资行为, 降低投资风险。

第六章

股权退出时向其他股东或董事、高管的追偿

在目标公司正常运营的情况下，投资人一般可以按照投资协议的相关约定，通过公司上市、股权回购、股权转让、协议清算等常规方式退出。但是当目标公司经营异常、存在亏损时，投资人往往无法通过前述常规方式退出。此时，投资人需分析投资人退出障碍的原因，当退出障碍的原因可归责于公司以外的其他人员时（如公司其他股东或董事、高管），投资人即可考虑向上述人员进行追偿。

基于此，我们在本部分列举了投资人向其他股东或董事、高管追偿的主要情形，同时就一些相关案例展开分析，旨在为投资人排查投资退出障碍原因提供参考。需要说明的是，由于其他股东或董事、高管行为所侵害的对象不同，提起追偿的阶段不同，可提起追偿的主体范围亦会发生变化，比如追偿主体可能是直接受到损害的股东、提起代位诉讼的股东、清算组或破产管理人，以及公司债权人。

股权退出时可向其他 股东追偿的情形

《公司法》及《破产法》对公司进入清算或破产时，股东的责任有诸多相关规定，主要包括：

1. 其他股东违反出资义务的，可要求其全面履行出资义务或在未出资范围内对公司债务承担连带清偿责任 >>>>>>

(1) 法条依据

《公司法司法解释三》第 13 条：“股东未履行或者未全面履行出资义务，公司或者其他股东请求其向公司依法全面履行出资义务的，人民法院应予支持。”

《公司法司法解释二》第 22 条：“公司解散时，股东尚未缴纳的出资均应作为清算财产。股东尚未缴纳的出资，包括到期应缴未缴的出资，以及依照公司法第二十六条和第八十一条的规定分期缴纳尚未届满缴纳期限的出资。公司财产不足以清偿债务时，债权人主张未缴出资股东，以及公司设立时的其他股东或者发起人在未缴出资范围内对公司债务承担连带清偿责任的，人民法院应依法予以支持。”

《破产法》第 35 条：“人民法院受理破产申请后，债务人的出资人尚未完全履行出资义务的，管理人应当要求该出资人缴纳所认缴的出资，而不受出资期限的限制。”

(2) 案例分享：原股东未届出资期限转让股权后，无需承担出资义务

典型案例 54：杨康军、马光祥、杭州禾众珂芮针纺有限公司等追收未缴出资纠纷案（审理法院：浙江省杭州市中级人民法院 案号：（2020）浙 01 民终 1310 号）

裁判观点：“本案现争议焦点为，杨康军、马光祥转让股权后，就禾众公司的注册资本是否仍负有出资义务。首先……杨康军、马光祥负有出资义务的前提应是人民法院受理禾众公司破产申请后，杨康军、马光祥仍为禾众公司的出资人。现有

证据表明，在人民法院受理禾众公司破产申请三年多之前，杨康军、马光祥就将禾众公司股权全部转让给了宋彬，故在人民法院受理禾众公司破产申请后，不能认定杨康军、马光祥仍系禾众公司的出资人；其次，《公司法》解释（三）》第十八条规定……适用的前提应是转让股权时，股东应负的出资义务已达履行条件而未履行。具体到本案中，杨康军、马光祥转让股权时，其未缴纳的出资尚未达到出资期限，故其未出资部分尚未达到履行出资义务的条件，此时转让股权不能认定系

在未履行或者未全面履行出资义务的情况下的转让，不应适用上述司法解释对禾众公司关于杨康军、马光祥履行出资义务的请求予以支持；再次，并无证据证明杨康军、马光祥向宋彬转让股权存在法定无效或可撤销的情形。因此，杨康军、马光祥在股权转让后，其原享有的权利及应履行的义务一并概括转让给了宋彬，宋彬亦因此成为登记于公司登记机关的股东，债权人的信赖利益应建立在对外具有公示效力的相应登记内容的基础之上，禾众公司可依法向宋彬主张相应权利。”

我们认为：关于原股东未届出资期限转让股权后是否需要承担出资义务的问题，实践中的争议较大，也有观点认为原股东仍应承担出资义务（如（2020）鲁 02 民终 12403 号、（2019）粤 03 民初 4828 号）。但是，我们注意到《公司法（修订草案）征求意见稿》第 89 条规定：“股东转让已认缴出资但未届缴资期限的股权的，由受让人承担缴纳该出资的义务。”可见，立法者更倾向于认可本文所分享案例的观点，即原股东未届出资期限转让股权后，无需承担出资义务。

2. 其他股东违反清算义务的，可要求其承担相应赔偿责任或对公司债务承担连带清偿责任 >>>>>>

(1) 法条依据

《公司法解释（二）》第 18 条：“有限责任公司的股东、股份有限公司的董事和控股股东未在法定期限内成立清算组开始清算，导致公司财产贬值、流失、毁损或者灭失，债权人主张其在造成损失范围内对公司债务承担赔偿责任的，人民法院应依法予以支持。有限责任公司的股东、股份有限公司的董事和控股股东因怠于履行义务，导致公司主要财产、账册、重要文件等灭失，无法进行清算，债权人主张其对公司债务承担连带清偿责任的，人民法院应依法予以支持。上述情形系实际控制人原因造成，债权人主张实际控制人对公司债务承担相应民事责任的，人民法院应依法予以支持。”

(2) 案例分享：要求公司清算前已转让股权的原股东承担清算责任的，需证明原股东有不履行或怠于履行清算义务的情形

典型案例 55：佛山市昌实贸易有限公司、黎顺宁等损害债务人利益赔偿纠纷案（审理法院：广东省佛山市中级人民法院 案号：（2022）粤 06 民终 831 号）

裁判观点：“股东只有在债务人企业既具备解散事由又出现破产原因的特殊情形下，才负有及时申请破产的义务。而本案中，昌实公司并未提供任何有效的证据证明罗伟元担任昌实公司股东时该公司已经处于解散状态，也没有举证证明当时该公司同时还出现了资不抵债的情形，因此，昌实公司以罗伟元未履行申请破产义务为由承担相应责任，缺乏事实和法律依据，本院不予支持。股权自由转让制度是现代公司制度的产物，符合市场经济发展的要求……昌实公司在并未举证证明罗伟元转让股权时该公司已经出现不能清偿

到期债务情形的情况下，仅以股权转让价格过低为由主张罗伟元存在恶意逃避债务，缺乏事实和法律依据，本院不予支持。”

我们认为：《九民纪要》中载明：“关于有限责任公司股东清算责任的规定，其性质是因股东怠于履行清算义务致使公司无法清算所应当承担的侵权责任。”因此，要求原股东承担侵权责任，需举证证明原股东存在不履行或怠于履行清算义务的侵权行为，否则原股东的侵权责任不成立。

股权退出时可向目标 公司董事、高管追索的情形

《公司法》第 147 条规定了公司的董事、高管对公司负有忠实义务和勤勉义务，具体如下：

1. 董事、高管违反忠实义务的，可要求其向公司返还所得收入 >>>>>>

《公司法》第 148 条：“董事、高级管理人员不得有下列行为：（一）挪用公司资金；（二）将公司资金以其个人名义或者以其他个人名义开立账户存储；（三）违反公司章程的规定，未经股东会、股东大会或者董事会同意，将公司资金借贷给他人或者以公司财产为他人提供担保；（四）违反公司章程的规定或者未经股东会、股东大会同意，与本公司订立合同或者进行交易；（五）未经股东会或者股东大会同意，利用职务便利为自己或者他人谋取属于公司的商业机会，自营或者为他人经营与所任职公司同类的业务；（六）接受他人与公司交易的佣金归为己有；（七）擅自披露公司秘密；（八）违反对公司忠实义务的其他行为。董事、高级管理人员违反前款规定所得的收入应当归公司所有。”予以支持；再次，并无证据证明杨康军、马光祥向宋彬转让股权存在法定无效或可撤销的情形。因此，杨康军、马光祥在股权转让后，其原享有的权利及应履行的义务一并概括转让给了宋彬，宋彬亦因此成为登记于公司登记机关的股东，债权人的信赖利益应建立在对外具有公示效力的相应登记内容的基础之上，禾众公司可依法向宋彬主张相应权利。”

3. 其他股东滥用股东地位的，可要求其承担相应赔偿责任 >>>>>>

(1) 法条依据

《公司法》第 20 条第一、二款：“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……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。”

(2) 案例分享：控股股东擅自增加公司负债、减少所有者权益的，构成对股东地位的滥用

典型案例 56：红富士公司诉董某、苏某损害公司利益责任纠纷案（审理法院：上海市高级人民法院 案号：（2020）沪民再 1 号）

裁判观点：“公司法的立法宗旨在于强调公司意思自治，一般而言，公司法应当慎重介入公司内部治理及运营，但如果控股股东滥用权利对公司利益及小股东利益造成实质损害，则公司法可以对此予以规制。资本公积仅能用于公司扩大生产经

营或转增注册资本，不得用于弥补公司亏损或转为负债等其他用途，控股股东为推动公司上市而将其对公司的债权转入资本公积，应视为其对公司债务的豁免，控股股东再利用其对公司的控制权，擅自将资本公积调整为公司对其的应付款，减少了公司的所有者权益，损害了公司利益和小股东利益，依法应当承担返还财产、恢复原状的责任，将账款调整回资本公积科目。”

我们认为：关于原股东未届出资期限转让股权后是否需要承担出资义务的问题，实践中的争议较大，也有观点认为原股东仍应承担出资义务（如（2020）鲁 02 民终 12403 号、（2019）粤 03 民初 4828 号）。但是，我们注意到《公司法（修订

草案）征求意见稿》第 89 条规定：“股东转让已认缴出资但未届缴资期限的股权的，由受让人承担缴纳该出资的义务。”可见，立法者更倾向于认可本文所分享案例的观点，即原股东未届出资期限转让股权后，无需承担出资义务。

2. 董事、高管违反勤勉义务将承担法定的赔偿责任 >>>>>>

相较于忠实义务，《公司法》对董事、高管的勤勉义务规定得相对简单，仅有第 147 条的原则性规定。因此，需要通过其他相关法律、司法解释，归纳可向董事、高管追偿的具体情形。

(1) 董事、高管违反督促股东出资义务的，可要求其对股东欠缴出资承担连带赔偿责任

《公司法解释（三）》第 13 条第四款对董事、高管的勤勉义务作出了补充规定：“股东在公司增资时未履行或者未全面履行出资义务，依照本条第一款或者第二款提起诉讼的原告，请求未尽公司法第一百四十七条第一款规定的义务而使出资未缴足的董事、高级管理人员承担相应责任的，人民法院应予支持；董事、高级管理人员承担责任后，可以向被告股东追偿。”

《破产法解释（二）》第 20 条第二款：“管理人依据公司法的相关规定代表债务人提起诉讼，主张公司的发起人和负有监督股东履行出资义务的董事、高级管理人员，或者协助抽逃出资的其他股东、董事、高级管理人员、实际控制人等，对股东违反出资义务或者抽逃出资承担相应责任，并将财产归入债务人财产的，人民法院应予支持。”

至于董事、高管违反督促股东出资义务的责任范围，有最高院案例认为其应对股东欠缴出资承担连带赔偿责任：

典型案例 57：斯曼特微显示科技（深圳）有限公司、胡秋生损害公司利益责任纠纷案（审理法院：最高院 案号：（2018）最高法民再 366 号）

裁判观点：“股东开曼斯曼特公司未缴清出资的行为实际损害了深圳斯曼特公司的利益，胡秋生等六名董事消极不作为放任了实际损害的持续。股东开曼斯曼特公司欠缴的出资即为深圳斯曼特公司遭受的损失，开曼斯曼特公司欠缴出资的行为与胡秋

生等六名董事消极不作为共同造成损害的发生、持续，胡秋生等六名董事未履行向股东催缴出资义务的行为与深圳斯曼特公司所受损失之间存在法律上的因果关系……综上，胡秋生等六名董事未履行向股东催缴出资的勤勉义务，违反了《公司法》第一百四十七条第一款规定，对深圳斯曼特公司遭受的股东出资未到位的损失，应承担相应的赔偿责任。胡秋生等六名董事应向深圳斯曼特公司连带赔偿 4912376.06 美元。”

(2) 配合清算义务未来可能成为有限公司董事忠实勤勉义务的内容

《民法典》第 70 条第二、三款规定：“法人的董事、理事等执行机构或者决策机构的成员为清算义务人。法律、行政法规另有规定的，依照其规定。清算义务人未及时履行清算义务，造成损害的，应当承担民事责任；主管机关或者利害关系人可以申请人民法院指定有关人员组成清算组进行清算。”

根据前述《民法典》条款，清算义务的责任主体不仅包括股份有限公司董事，还包括有限责任公司董事。而《公司法》第 183 条仅规定有限责任公司的清算组由股东组成，股份有限公司的清算组由董事或者股东大会确定的人员组成；也就是说，董事不是有限责任公司清算组成员。

《民法典》作为新法，一般法，《公司法》作为旧法、特别法，实践中对审理公司董事违反清算义务的案件中能否适用《民法典》的问题，存在争议，有不少案例认为应适用《公司法》，从而否定有限责任公司董事的清算义务，例如：

典型案例 58：洪泰橡根（深圳）有限公司与张博、郝建国清算责任纠纷案（审理法院：深圳前海合作区人民法院 案号：（2019）粤 0391 民初 331 号）

裁判观点：“《中华人民共和国民法总则》第七十条第二款属于新的一般性规定，而公司法第一百八十三条为旧的特别规定。新的一般性规定允许旧的特别规定继续适用的，应当适用旧的特别规定。民法总则第七十条第二款允许法律、行政法规另有规定的，依照其规定。因此，对于有限责任公司而言，我国公司法将全体股东界定为公司解散后的清算义务人，而非董事。本案中，卡蒙特公司的股东为金时纶公司和 H&S 公司，虽然二者目前处于被吊销营业执照状态和已告解散状态，但不能据此将董事认定为清算义务人。”

我们也注意到《公司法（修订草案）征求意见稿》对《公司法》规定的清算义务人（清算组成员）作出了修改，其中第 228 条第二款规定：

“董事为公司清算义务人，应当在解散事由出现之日起十五日内组成清算组进行清算。”

我们认为，董事履行清算责任应属于其勤勉义务的一部分，而且董事负责公司日常经营，熟悉公司资产状况和其他重要文件，相比股东而言可能更有能力提供主要财产清单、账册等资料，以协助公司进行清算。虽现行《公司法》未明确有限责任公司董事的清算义务且实务对此态度尚不明朗，但未来立法有可能对此进行明确，以使投资人在公司进入破产或清算时，得以向未尽清算义务的董事进行追索。

小结

当目标公司存在亏损、资产不足支付投资人退出所需资金时，投资人除了在破产或清算程序中被动等待公司资产分配外，还可以参考本部分列举的情形，主动调查公司的其他股东是否有出资未到位、怠于履行清算义务或者滥用股东权利的情况，了解公司的董事、高管是否违反了忠实勤勉义务，并根据具体情况及时（通过管理人、清算组）向相关股东、董事或高管追偿，以维护自身权益。

结束语

我们希望能够通过本文，就股权投资退出纠纷的相关问题，为投资者的交易行为和诉讼行为提供有价值的观点和建议。篇幅所限，本文的研究仅集中在若干常见共性问题，而实践中很多案件都有个性化的特征，故需根据个案情况，在关注共性问题的同时兼顾个性问题。尽管股权投资的退出仍有很多难点与分歧，但相信随着股权退出问题研究的深入，实务中将会形成更多的共识，股权投资退出纠纷解决机制也将越来越健全、合理、公平。



大成 DENTONS

DENTONS
CHINA



大成律师事务所



微信扫描二维码
关注公众号

地址: 北京市朝阳区朝阳门南大街10号
兆泰国际中心B座 16-21 层

邮编: 100020

总机: +86 10 5813 7799

传真: +86 10 5813 7788

网站: www.dentons.com

邮箱: beijing@dentons.cn