

对赌协议实务系列（十） — 目标公司破产对股权回购的影响

作者：刘静 | 马晨轩 | 齐瀚葳¹

近年来，随着市场环境的变化，我国企业申请破产重整案件的数量呈现爆发性的增长趋势；同时，由于多数股权回购以目标公司在一定期限（大多数在 3-5 年之间）内完成上市为回购条件，客观上面临着目标公司经营失败的风险。在越来越多的案例中，当回购条件达成、投资人有权主张目标公司/创始股东回购股权之时，目标公司可能已经面临破产风险或已经进入破产程序。在此背景下，本文对现有的司法实践进行分析，对目标公司破产重整程序可能对股权回购产生的影响和风险予以回应，以为投融资双方提供更多的实务借鉴和参考。

未免疑义，本文仅讨论目标公司破产的情况对投资人回购权的潜在影响，不涉及创始股东或投资人破产的情形。

一、回购义务人为目标公司

（一）问题的提出

随着 2019 年《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“《九民纪要》”）确定了根据《公司法》第 142 条关于股份回购的强制性规定进行审查，如目标公司未完成减资程序则驳回投资人诉讼请求的裁判规则，司法实践中投资人要求目标公司进行回购的难度本身较大。

但根据我们的经验，虽然要求目标公司进行股权回购获得支持的难度较大，但也并非完全没有争取的可能性；且另一方面，实践中部分对赌条款已经开始采取约定目标公司未能减资回购后的违约责任的替代性保护措施，并已经得到了部分案例的支持，而目标公司进入破产程序有可能影响此类替代性权利的行使。

因此，在回购义务人为目标公司的情况下，破产程序对投资人回购权的影响仍有研究的价值和必要。

（二）目标公司破产情况下对股权回购的裁判思路

根据我们的检索情况，司法实践中，在目标公司已进入破产程序的情况下，要求目标公司股权回购的裁判思路包括以下几类：

¹ 实习生王晓臻对本文写作亦有贡献。

1. 仍按照《九民纪要》确定的一般思路进行裁判

如（2020）粤 03 民终 12735 号案件中，深圳中院未对目标公司进入破产程序的问题予以回应，而是直接按照《九民纪要》的思路进行了审查，认为投资人应当遵守《公司法》的强制性规定，依法定程序履行减资手续后退出，不能违法抽逃出资。由于投资人未提供证据证明目标公司已依法定程序履行减资手续，法院未支持投资人要求目标公司回购的诉讼请求。

2. 认为进入破产程序导致目标公司不能履行回购义务

如（2020）沪 01 民终 4687 号案件中，上海一中院认为：由于目标公司进入破产清算程序，基于保护公司债权人利益的原则，目标公司已无法完成相应的减资手续。因此，目标公司对于对赌协议履行不能，故不予支持投资人要求目标公司履行回购义务的诉讼请求。

3. 认为破产管理人有权解除对赌协议不再履行回购义务

《中华人民共和国企业破产法》（“《破产法》”）第 18 条规定：“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。”

对于股权回购而言，由于投资人除了享有要求回购义务人支付股权回购价款的权利外，也承担着转让所持目标公司股权的义务。因此，有案例认为股权回购属于双方均未履行完毕的合同，管理人有权解除合同中关于股权回购部分的约定（不包括已经履行完毕的股权受让部分），进而无需承担回购义务，通常不会导致解除在前的股权转让或增资法律关系，且由于投资人仍持有目标公司股权，法院可能认为投资人未遭受实际损失，进而也难以支持投资人损害赔偿的主张。如在类似的回购义务人破产的案例（2021）津民终 169 号案件中（注：该案例破产的回购义务人为目标公司股东而非目标公司，但在解除协议问题上，两者应不存在本质区别），天津高院认为：“回购”兼具权利和义务，对投资人而言，转让股权是义务，收取价款是权利；对回购义务人而言，支付价款是义务，取得股权是权利。因此，法院认定股权回购协议为双方“均未履行完毕的合同”，判令管理人有权解除合同，驳回了投资人的全部诉讼请求。但由于司法实践中的类似案例样本相对较少，有关争议处理的统一裁判思路还有待进一步观察。

（三）不同裁判思路法律后果的区别

尽管仅就目标公司是否承担股权回购义务问题而言，以上三种裁判思路的结果均一致，在主流裁判思路本来就是审查目标公司是否履行减资手续的情况下，目标公司是否进入破产程序似乎影响不大。

但另一方面，仅约定目标公司承担股权回购义务系一种较为简单的回购约定方式。随着投融资条款的磋商和约定越来越复杂，在特定的回购条款下，目标公司是否进入破产程序仍然有可能对投资人的其他实际权利产生巨大的影响，具体包括：

1. 如回购条款约定创始股东对目标公司的回购义务承担连带责任，进入破产程序导致回购协议解除，则创始股东的连带责任也难以得到支持

在少数股权回购案例中，部分回购条款约定目标公司承担回购义务，而创始股东为目标公司的回购义务承担连带保证责任或提供担保。在一般情况下，目标公司虽然因未履行减资手续而不能履行回购义务，但回购条款本身有效且具有履行的可能性。故如（2019）粤 03 民终 25530 号案件等，多数法院仍会支持创始股东就支付回购价款的义务承担连带责任。

相反，如果目标公司进入破产程序且管理人行使解除权解除了股权回购协议，则此类约定中承担连带责任或担保义务的创始股东作为从债务人，不能代替回购义务人成为股权的受让方，其承担责任的基础自然也不复存在。在前述（2021）津民终 169 号案件中，天津高院即以此理由，免除了就回购义务提供连带责任保证的实际控制人的责任。

2. 在目标公司因破产不能进行回购的情况下，回购条款约定目标公司未能履行回购义务的违约责任也更难获得支持

面对《九民纪要》出台后要求目标公司履行回购义务需要履行减资手续的客观困难，部分回购条款会变通地约定目标公司未能按约履行回购义务的违约责任。类似条款的效力亦已得到了部分法院的认可，如（2021）京民终 495 号案件中，北京高院即认为：目标公司未能及时履行减资程序违反了回购协议的附随义务，导致其未能在约定时间内足额向投资人支付回购价款，目标公司应承担因未及时履行合同义务而产生的迟延履行违约责任。

但是，在目标公司破产的情况下，目标公司不履行回购义务的原因从“未能及时履行减资程序”转变为“依法不能进行减资或解除合同”。因此，法院在目标公司破产的情况下可能会更倾向于保护债权人的利益，认为目标公司客观上履行不能不属于违约，投资人无权主张目标公司承担违约责任。类似的如（2020）浙 0282 民初 6720 号案件中，法院认为投资人主张目标公司所承担的违约责任属于公司与股东之间的投资争议，基于股东与公司风险共担原则、资本维持原则等基本原则，目标公司对股东应承担的民事责任不能优于公司债权人，故不予支持投资人就违约责任确认破产债权的主张。

二、回购义务人为创始股东

（一）问题的提出

在回购义务人为目标公司股东的情况下，投资人主张创始股东履行回购义务一般能够得到支持。从约定股权回购的目的来讲，投资人要求创始股东回购，实际上是希望能够退出公司、取得投资回报。因此从投资人的角度出发，目标公司是否破产应不影响创始股东的回购义务。但另一方面，由于《破产法》等相关法律法规存在诸多特殊规定，创始股东一方可能援引该等特殊规定进行抗辩，以目标公司进入破产为由避免承担其回购义务。

因此，本部分梳理了目标公司破产而回购义务人为创始股东的相关案例，就创始股东的抗辩点和法院的认定方式予以梳理。

（二）仅目标公司进入破产程序，通常不足以免除创始股东的回购义务

1. 回购义务人包含创始股东的，目标公司破产管理人无权解除创始股东与投资人的股权回购关系

多数情况下，回购协议的当事人可能既包括投资人、创始股东，也包括目标公司，则负有回购义务的创始股东可能抗辩由目标公司解除案涉回购协议，进而创始股东亦不再承担回购义务。

我们认为，只要回购义务人包含了创始股东，则无论目标公司是否承担回购义务，均不能当然地解除投资人与创始股东之间关于股权回购的权利义务关系。如（2020）粤民申 11917 号案件中，广东高院即认为：本案中未履行完毕的主要义务是创始股东的回购义务，并非进入破产程序的目标公司义务，不符合《中华人民共和国企业破产法》第十八条规定的管理人行使解除权的范围。

2. 配合股东变更股权不属于与清算无关的活动，目标公司破产不会导致创始股东的回购义务履行不能

《民法典》第 72 条规定：“清算期间法人存续，但是不得从事与清算无关的活动”。因此，回购义务人可能以目标公司配合变更与回购相应的股权变更登记属于与清算无关的活动为由，抗辩其回购义务履行不能。

就此问题，在前述（2020）粤民申 11917 号案件中，法院认为：目标公司管理人配合协助办理股权回购事宜亦属于结清、解决公司有关事务的事项，不应认定属于从事与清算无关的活动，且《破产法》并未禁止股东转让破产清算企业的股权，未支持回购义务人的该项抗辩。

3. 如约定创始股东为回购义务人，目标公司为股东回购义务提供的连带责任保证仍可能得到认可

关于目标公司对创始股东的回购义务承担连带责任的约定是否有效的问题，我们此前在本系列文章 [《对赌协议实务系列（四）— 目标公司对回购义务人承担连带责任的约定有效吗？》](#) 中已经有过详细的讨论，实践中不乏支持目标公司对回购价款的支付义务承担担保责任且无需履行减资程序的案例。

在目标公司破产的情况下，尽管同样是要求目标公司承担责任，但《破产法》及相关法律规定均未对目标公司提供此类担保作出限制。因此，如法院认为目标公司可以为股东回购义务提供连带责任保证，则即便目标公司破产，该保证责任也可以作为普通债权进行申报。如（2021）皖 1523 民初 5582 号案件中，法院认为：案涉争议债权基于目标公司大股东与投资人之间的对赌协议产生，并由目标公司对股东的回购行为提供担保，该债权债务关系已经人民法院生效法律文书确认，目标公司依法承担连带清偿责任并未损害公司利益，也不是惩罚性债权，不符合劣后债权的特征，故法院对该担保债权予以确认。

（三）如目标公司已因破产而注销，投资人要求创始股东回购构成履行不能

如前所述，法院一般认为股权回购系双务合同，即投资人除了享有要求支付回购价款的权利之外，还负有将股权转让给回购方的义务。因此，如果目标公司已因破产程序而注销，则案涉股权客观上无法转让，投资人自然也丧失了主张回购的基础。

如（2022）浙 04 民终 1193 号案件中，法院指出：现目标公司已经破产清算，而投资人作为目标公司的股东也参与了清算过程，投资人在目标公司破产前未及时行使回购请求权，现目标公司已因破产注销，投资人要求其他股东回购股权客观上也无法履行。因此，法院对投资人要求股东回购的诉讼请求不予支持。

需要注意的是，上述案例投资人起诉之时目标公司已经破产终结，故投资人确实存在怠于行使回购权的问题。但如果投资人在破产期间或破产受理前起诉主张股东回购，而如由于种种原因导致案件审理时间过长，以至于目标公司在回购案件审结前完成注销，此时投资人的权益是否应当得到保护？我们虽暂未检索到相关的案例，但考虑到法院对破产程序的期限亦有一定要求，且通常不会因投资人与股东的回购纠纷而中止或延长，故我们倾向于认为目标公司在提起回购纠纷后破产并完成注销对投资人行使回购权的风险同样客观存在，但可以尝试在清算过程中提出异议尽可能延缓目标公司注销进程。

三、结论及建议

综上所述，尽管目标公司进入破产程序的情况对投资人回购权的整体影响有限，但在特定情况下，仍有可能影响到投资人的核心利益，产生进一步的风险，具体而言：

1. 如回购义务人为目标公司，则破产程序将导致回购义务履行不能，进而导致基于目标公司回购义务的担保责任、违约责任等均难以得到支持；
2. 如回购义务人为创始股东，目标公司破产程序虽原则上不影响投资人行使回购权，但一旦目标公司注销完毕，则投资人要求回购的基础丧失，其回购权很可能无法得到支持。

针对上述风险，我们建议投资人密切关注目标公司的经营状况，设计合理的回购条款，如发现目标公司已被申请破产或存在破产风险，则有必要第一时间行使回购权，以尽可能保障自身的合法权益，避免受到破产程序的不利影响。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

刘静

电话： +86 10 8525 4692

Email: jing.liu@hankunlaw.com