

---

2022年第二十届“理律杯”全国  
高校模拟法庭竞赛参赛答辩状

---

— 29号参赛队 被告方 —



# 目 录

第一部分 当事人信息.....	3
第二部分 法律适用.....	4
第三部分 基本事实.....	5
第四部分 代理意见.....	7
一、原告与被告宏达公司签订的股份回购条款无效.....	7
（一）回购条款违反效力性强制性规定.....	7
1、违反公司法关于公司回购股份的效力性强制性规定.....	7
2、违反公司法关于抽逃出资的效力性强制性规定.....	8
3、违反公司法关于股东平等和禁止滥用股东权利的规定.....	9
（二）违反民商法法理和核心价值.....	10
（三）回购条款无效的法律后果.....	12
1、千里公司仍然具有股东身份.....	12
2、作为保证人的江勇不承担保证责任.....	13
3、宏达公司和江勇不应支付逾期付款利息.....	13
二、被告不应支付股份回购款.....	13
（一）股份回购必须先完成减资程序.....	13
（二）目前尚不具有股份回购的可行路径.....	16
（三）定向减资需要经过全体股东的同意.....	17
三、超过合理利率的股份回购款不应支付.....	19
（一）案涉对赌协议应适用情势变更制度予以调整.....	19
（二）股份回购款应当综合考量.....	22
（三）江勇仅对合理的股份回购款承担连带责任.....	25
四、超过合理利率的逾期利息不应当支付.....	25
（一）逾期利息应当按照合理期间计算.....	25
（二）逾期利息应当受到利率管制.....	25
（三）江勇仅对合理的逾期利息承担连带责任.....	26
五、被告不应当支付原告的律师费.....	26
六、被告宏达公司不应当承担本案诉讼费.....	27
第五部分 案件反思.....	28
第六部分 附件.....	30
附件一 授权委托书.....	30
附件二 类案检索.....	32
附件三 裁判观点汇总.....	34



## 第二部分 法律适用

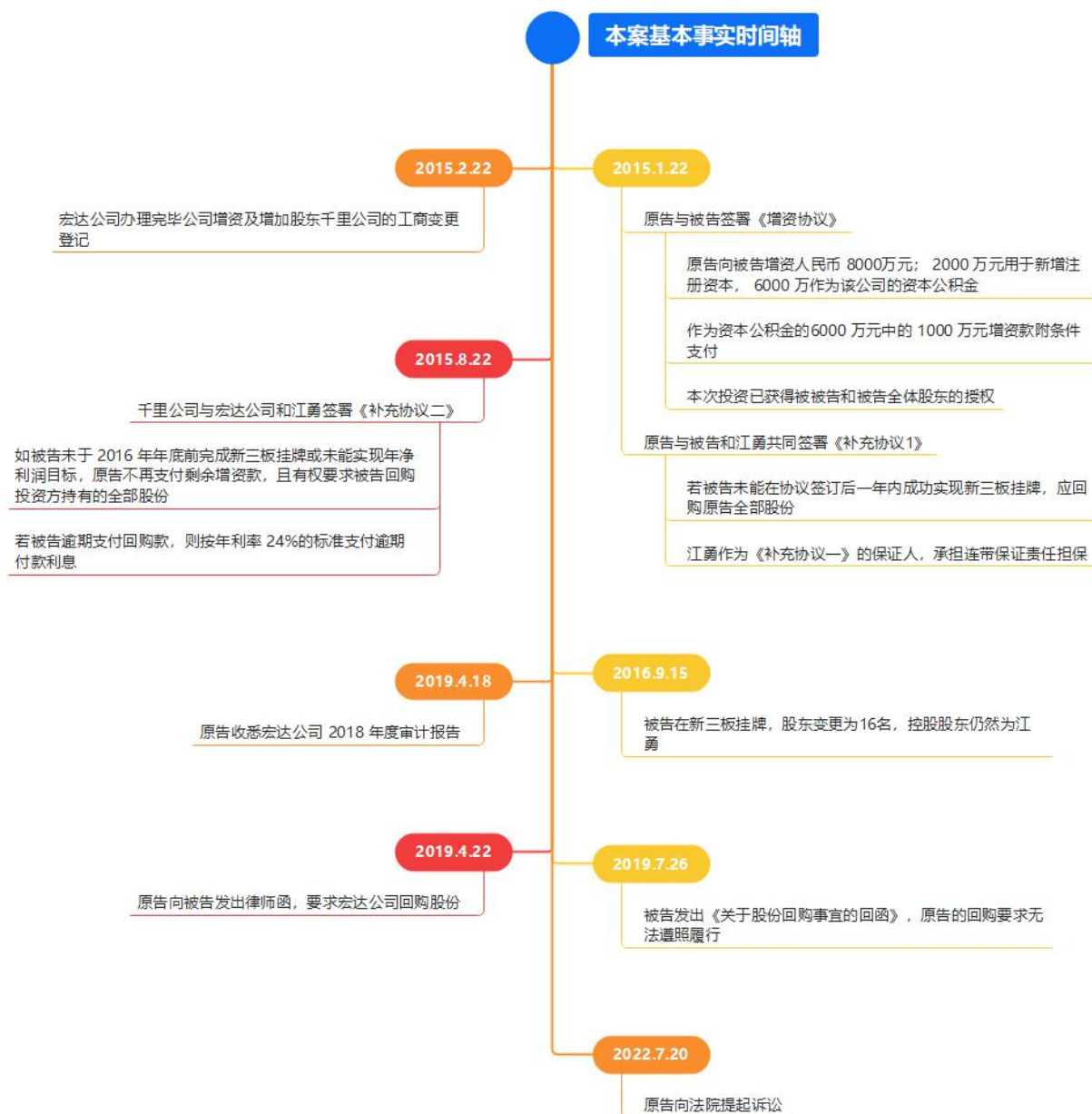
根据案件事实与法的溯及力原则，被告方将本案应当适用和参照法律法规列明如下：

法律名称	施行时间	颁布机关
<b>法律</b>		
《中华人民共和国民法典》	2021 年 1 月 1 日	全国人民代表大会
《中华人民共和国公司法》	2018 年 10 月 26 日	
《中华人民共和国民事诉讼法》	2017 年 7 月 1 日	
<b>司法解释</b>		
《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》	2020 年 8 月 20 日	最高人民法院
<b>部门规章</b>		
《非上市公众公司监督管理办法》	2021 年 11 月 15 日	中国证券监督管理委员会
<b>规范性文件</b>		
《全国法院民商事审判工作会议纪要》	2019 年 11 月 8 日	最高人民法院
《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》	2022 年 6 月 23 日	最高人民法院

表 2-1 法律适用表

## 第三部分 基本事实

### 一、本案主要时间轴



## 二、案件事实

宏达数码科技发展股份有限公司（以下简称“宏达公司”）长期致力于信息技术研发生产。2014年伊始，宏达公司筹划在全国中小企业股份转让系统（以下简称“新三板”）挂牌，亟需获得更多投资。千里投资集团有限责任公司（以下简称“千里公司”）是风险投资公司，一直在全国各地寻求投资机会。2015年1月22日，千里公司（投资方）与宏达公司（被投资方）签署《关于宏达数码科技发展股份有限公司增资协议》，约定如下：“1、投资方向被投资方增资人民币本金共8000万元；2、其中2000万元用于新增注册资本，同时取得被投资方新发行的2000万股股份（占全部股份的10%）；3、另外6000万元增资按《增资协议》的约定缴付，作为该公司的资本公积金；4、作为资本公积金的6000万元中的1000万元增资款附条件支付，即被投资方在协议签订后一年内成功在新三板挂牌，否则该1000万元增资款不再支付；5、本次以增资方式投资已获得被投资方和被投资方全体股东的授权，被投资方已于本协议签订当日向投资方提交书面股东会决议和董事会决议各一份，并已取得被投资方原有股东放弃本次增资的优先认购权的书面确认书。”

同日，千里公司与宏达公司和江勇共同签署《关于宏达数码科技发展股份有限公司增资协议的补充协议》（以下简称“《补充协议一》”），约定：若被投资方未能在协议签订后一年内成功实现新三板挂牌，投资方有权要求被投资方和保证人按照投资方投资款加上以该款项为基数按年15%复合回报率计算的款项来回购投资方持有的被投资方全部股份。江勇作为《补充协议一》的保证人，承担连带保证责任担保。协议各方均签署了《补充协议一》。2015年2月22日，宏达公司办理完毕公司增资及增加股东千里公司的工商变更登记。

2015年8月22日，千里公司与宏达公司和江勇签署《补充协议二》，约定：1、被投资方应于2016年年底完成新三板挂牌；2、至2018年年底的四年内，被投资方主营业务年净利润应连续达到或超过1亿元，并经投资方认可的会计师事务所出具的无保留意见审计报告确认已达到上述年净利润目标，投资方在连续四年收到上述审计报告后，应于2019年收到会计师事务所出具的2018年度审计报告后的10个工作日内支付1000万元剩余增资款；3、如被投资方未于2016年年底完成新三板挂牌或在任何一年未能实现上述年净利润目标，投资方不再支付1000万元剩余增资款，且有权要求被投资方和保证人按照投资方投资款加上以该款项为基数按年15%复合回报率计算的款项来回购投资方持有的全部被投资方股份；4、上述约定具有溯及既往的效力；5、若千里公司与江勇逾期支付回购款，则按年利率24%的标准支付逾期付款利息。

2015年和2016年，宏达公司年净利润均达到1亿元，但2017年净利润则略低于1亿元，为9300万元；2018年净利润由于客观原因的影响进一步下滑，为7500万元。

2019年4月18日，千里公司收悉宏达公司2018年度审计报告。2019年4月22日，千里公司委托XXX律师事务所向宏达公司发出了《要求履行回购义务的律师函》，宏达公司于2019年7月26日发出《关于股份回购事宜的回函》。2022年7月20日，千里公司以合同纠纷为由，向法院提起诉讼。

## 第四部分 代理意见

### 一、原告与被告宏达公司签订的回购条款无效

#### （一）回购条款违反效力性强制性规定

依照《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）第一百四十三条规定，“具备下列条件的民事法律行为有效：（一）行为人具有相应的民事行为能力；（二）意思表示真实；（三）不违反法律、行政法规的强制性规定，不违背公序良俗。”案涉回购条款属于违反法律的强制性规定，违背公序良俗的民事法律行为。

#### 1、违反公司法关于公司回购股权的效力性强制性规定

对于一法律条款是否为效力性强制性规定，首先可以采取文义解释之方法。法律规范的用词能够传达出禁令性质的规范意旨。<sup>1</sup>《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）第一百四十二条第一款、第二款规定，公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：（一）减少公司注册资本；（二）与持有本公司股份的其他公司合并；（三）将股份用于员工持股计划或者股权激励；（四）股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份；（五）将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券；（六）上市公司为维护公司价值及股东权益所必需。公司因前款第（一）项、第（二）项规定的情形收购本公司股份的，应当经股东大会决议；……从文本上可以看出，《公司法》第一百四十二条第一款第一句话中就以“不得”表明对回购的禁止态度，结合后面但书的规定，通常将之解释为对公司回购本公司股份的“原则禁止，例外允许”<sup>2</sup>。而且，“不得”相较于“不应”的表述，具有更强的否定性意味。因此，依据“不得”一词初步将公司法第一百四十二条解读为效力性强制性规范具有形式上的合理性。

关于合同的效力问题，《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民纪要》）第三十条第二款规定，下列强制性规定，应当认定为“效力性强制性规定”，其中就包括涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的。企业是市场经济活动的主要参与者，而公司是各种企业类型的代表。公司资本制度是公司法的基石，资本三原则是大陆法系公司法的核心原则，而公司法第一百四十二条正是资本三原则之一的资本维持原则的重要体现，具有夯实资本基础、防范金融风险的重要作用。因此，将《公司法》第一百四十二条认定为效力性强制性规定具有实质性意义。

本案《补充协议一》和《补充协议二》违反《公司法》第一百四十二条的效力性强制性规定。本案《补充协议一》、《补充协议二》约定，如被投资方未于2016年年底完成新三板挂牌或在任何一年未能实现上述年净利润目标，投资方不再支付1000万元剩余增资款，且有权要求被投资方和保证人按照投资方投资款加上以该款项为基数按年15%复合回报率计算的款项来回购投资方持有的全部被投资方股份，仅该回购条款的约定本身显然不属于允许回购的例外情形，其因违反《公司法》第一百四十二条的规定，应认定为无效条款。司法实践表明，公司回购条款中回购股份的合法性在于可履行减资程序；而在有些判决中对减资程序

<sup>1</sup> 朱庆育：《〈合同法〉第52条第5项评注》，载《法学家》2016年第3期。

<sup>2</sup> 最高人民法院民事审判第二庭：《全国法院民商事审判工作会议纪要》理解与适用，人民法院出版社。

避而不谈，既不中止诉讼、等待公司减资程序完结，也不判令原告股东耐心等待公司减资程序完结后获得股份回购款，而是直接判令公司在判决生效后直接向股东支付特定金额的股份回购款。一方面利用减资程序论证股份回购的合法性和正当性，另一方面在具体个案中悬空和冻结减资程序，并非诚信、理性、严谨的裁判思维，而是逻辑混乱、前后矛盾、捉襟见肘、难以服人的非理性冲动。<sup>3</sup>

换言之，在现行《公司法》第一百四十二条的规定下，认定回购条款有效必须“借道”减资程序，成为第一百四十二条规定的例外情形，而到了实际履行回购义务时又对用于论证回购条款合法性和有效性的减资程序避而不谈、或者加以批判，要求直接回购，这是逻辑混乱、前后矛盾。司法裁判观点也强调股份回购必须符合《公司法》相关规定，根据《公司法》的相关规定，有限责任公司和股份有限公司原则上都不允许回购本公司的股份，股东要求公司回购必须符合《公司法》第七十四条或第一百四十二条规定的相应情形。上述协议所约定的回购条件不属于《公司法》规定的公司可以回购公司股份的情形，因此，该约定因违反法律强制性规定，根据《合同法》第五十二条的规定<sup>4</sup>，应认定为无效。<sup>5</sup>

此外，需要特别注意的是，《公司法》第一百四十二条亦未在例外情形中规定盈余回购，故使用盈余（包括未分配利润和法定盈余公积金）回购亦被禁止。

## 2、违反公司法关于抽逃出资的效力性强制性规定

与第一百四十二条相似，《公司法》第三十五条规定，公司成立后，股东不得抽逃出资。该条亦采用了“不得”一词来表明禁止含义，因此将该条解读为效力性强制性规定具有形式上的合理性。该条的理论基础同样来自资本维持原则，故其亦属于《九民纪要》第二款所述的涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的规定，应当被认定为效力性强制性规定。

《公司法》第三十五条中“出资”一词指代明确，应当不存在争议。其划定了抽逃出资的范围，既包括股本也包括计入资本公积金的溢价部分，资本公积金是对注册资本公示信用的增强。而且绝大多数法域探讨的都是维持股东向公司的出资（会计概念上的“股本”加上“资本公积——股本溢价”），而非股票的面额（会计概念上的“股本”）。随着公司在实践过程中的不断发展，仅靠维持可以由公司股东和董事随意设定的股份面值，无法达到资本维持的目的，也曲解了这一制度的应有之义。<sup>6</sup>在目标公司“对赌”失败的情况下，进入资本公积金的金钱可以用来补偿投资方的观点在现行法下是不能成立的。根据《公司法》第一百六十八条的规定，公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。但是，资本公积金不得用于弥补公司的亏损。<sup>7</sup>因此，公司无偿地将资本公积金向股东转移的行为构成抽逃出资。司法裁判实践中也有相同理解，“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，都已属于公司所有，是公司资产的构成部分，

<sup>3</sup> 刘俊海：《目标公司回购条款无效的法理证成》，载《河北法学》2022年第4期。

<sup>4</sup> 《合同法》第五十二条：“有下列情形之一的，合同无效：（1）一方以欺诈、胁迫的手段订立合同，损害国家利益。（2）恶意串通，损害国家、集体或者第三人利益。（3）以合法形式掩盖非法目的。（4）损害社会公共利益。（5）违反法律、行政法规的强制性规定。”

<sup>5</sup> 参见浙江省高级人民法院：（2019）浙民再212号民事判决书，类似裁判还有（2018）浙民终629号民事判决书、四川省高级人民法院：（2016）川民初13号民事判决书、陕西省高级人民法院：（2020）陕民终488号民事判决书。

<sup>6</sup> 刘燕、王秋豪：《公司资本流出与债权人利益保护——法律路径与选择》，《财经法学》2020年第6期。

<sup>7</sup> 最高人民法院民事审判第二庭：《全国法院民商事审判工作会议纪要》理解与适用，人民法院出版社。



同样基于公司资本维持原则的要求，如果将资本公积金返还股东，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，故股东不得任意要求公司予以返还。”<sup>8</sup>

从资产负债表中看，资产=负债+所有者权益。在发生抽逃出资时，所有者权益减少，为保持等式的平衡，可能导致资产减少或者负债增加，这就是股东抽逃出资的两种路径。而案涉对赌协议成立生效，投资者千里公司向宏达公司增资入股的同时，依据回购条款的约定，就给宏达公司增加了一笔负债，在对赌条件达成后，千里公司要求回购，该负债直接现实化为公司资产的减少。因此可以认为，在回购条款订立时就违反了公司法关于抽逃出资的效力性强制性规定，应当被认定为无效。

《德国股份法》在第57条宣告“公司不得向股东返还出资”后，又补充了两条：“（1）既不得向股东承诺利息，也不得向股东支付利息；（2）在公司解散前，只能向股东分配决算盈余”。换言之，股东出资必须留在公司中承受公司的经营风险，公司只能向股东分配经营中实现的利润，不得承诺固定收益，更不能返还出资。<sup>9</sup>而案涉回购条款明确约定，股份回购款的计算公式=增资款×利率（复合回报率）×时间。可见股份回购款是一个以时间为自变量的函数，明显符合“利息”和“固定收益”的特征，故案涉回购条款属于抽逃出资行为，应当被认定为无效。

### 3、违反公司法关于股东平等和禁止滥用股东权利的规定

《公司法》第二十条<sup>10</sup>强调股东应当承担的责任，禁止股东滥用利用权利损害债权人和其他股东合法权益。无论是公司注册资本、资本公积金还是法定盈余公积金、未分配利润，都属于所有者权益，也都是公司资产的一部分。从公司资产的角度来看，仅依据回购条款不经任何法定程序，无偿地拿走公司资产，属于滥用公司法人独立地位和股东有限责任，而回购更是直接消灭了投资者的股东身份，使其免于承担任何责任。具体到本案案件中，投资者千里公司与宏达公司签订的对赌协议，约定以时间为自变量的固定收益（股份回购款），其没有承担股东应当承担的风险，构成滥用公司法人独立地位和股东有限责任。

从所有者权益的角度来看，仅依据回购条款不经任何法定程序，拿走作为所有者的全体股东共有的剩余权益，属于滥用股东权利。具体到本案案件中，宏达公司新增加的股东均明确反对相关回购要求，即使认为宏达公司和签订协议时公司已有股东应该严守契约自由，对于新增加的股东，在公司章程中没有载明任何有关对赌协议的信息时，其不知道且不当知道宏达公司与投资者千里公司之间存在对赌协议，故回购条款不能影响新增加的股东的利益，而如果回购款来源于未分配利润显然会损害股东分红权。

而在司法裁判中也能见到类似观点，“海富公司作为企业法人，向世恒公司投资后与迪亚公司合资经营，故世恒公司为合资企业。世恒公司、海富公司、迪亚公司、陆波在《增资协议书》中约定，如果世恒公司实际净利润低于3000万元，则海富公司有权从世恒公司处获

<sup>8</sup> 参见江西省高级人民法院：（2019）赣民终178号民事判决书。

<sup>9</sup> 刘燕：《重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础》，载《中国法学》2015年第4期。

<sup>10</sup> 《公司法》第二十条：“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。”

得补偿，并约定了计算公式。这一约定使得海富公司的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了世恒公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益，一审法院、二审法院根据《中华人民共和国公司法》第二十条和《中华人民共和国中外合资经营企业法》第八条的规定认定《增资协议书》中的这部分条款无效是正确的。”<sup>11</sup>在《全国法院民商事审判工作会议纪要》理解与适用中，最高院法官重申，“海富案”认定投资方与目标公司“对赌”无效，没有影响投资方的投资。<sup>12</sup>

## （二）违反民商法法理和核心价值

### 1、违反公司法的法理与核心价值

资本维持的目的是通过限制公司向股东进行分配或其他资本性交易来平衡股东和债权人之间的利益。在债权人保护的基本目的下，资本维持包含的核心内容是：维持股东出资、严格的减资制度及全面的分配规则<sup>13</sup>。公司法第一百四十二条也是从以上三个方面来实现贯彻资本维持原则、保护债权人利益的路径的。

#### （1）维持股东出资

维持股东出资指的是维持股东出资的金额，即股东投入到公司的出资构成公司法人的资本额，非经清算不得撤回，由此可知公司成立后，股东违反资本维持原则的要求，直接或间接地将自己对公司的出资取回，即应受到公司法的规制。资本维持原则所针对的是公司股东或董事人为减少公司资本、损害债权人利益的机会主义行为。股东与公司之间的财产流转可区分为资本性交易与经营性交易两类。资本性交易是指股东基于出资人身份或股权属性而与公司进行的交易，包括出资或增资、利润分配、减资或回购下的资本返还、清算时的财产分配。根据海富案<sup>14</sup>的裁判逻辑，一旦股东将出资财产投入公司并进行了资本公示，即标志着出资的完成；此后公司对股东的支付，即使是因为股东入股价格调整而从公司获得支付，也不再被视为出资过程的一部分，即不再是股东财产进入公司，而是财产流出公司，法律要求这个流出过程“不得损及资本”。《公司法》第一百四十二条规定原则上禁止公司收购本公司股份，即是出于维持股东出资的目的。

#### （2）严格的减资制度

公司的资本由董事或股东决定，为了避免董事和股东可以在缺乏债权人知情权、参与权和决定权的情况下随意减少公司的资本，毫无疑问其就失去了对债权人的保护作用。基于资本维持原则和其辐射所及的保护公司债权人理念，公司回购自身股份需要有法定理由并经法定程序。减资规则旨在预防股东减资风险外溢<sup>15</sup>，新增股东若未履行减资程序而从公司取得对赌款项，则侵害债权人的知情权、异议权、选择权、受偿权或获得担保权。公司法第一百四十二条第二款规定了严格的减资程序，即召开股东会决议和注销登记。

<sup>11</sup> 参见最高人民法院：（2012）民提字第11号民事判决书。类似裁判还有：浙江省高级人民法院：（2019）浙民再212号民事判决书、（2018）浙民终629号民事判决书、最高人民法院：（2019）最高法民申4797号民事裁定书。

<sup>12</sup> 最高人民法院民事审判第二庭：《全国法院民商事审判工作会议纪要》理解与适用，人民法院出版社。

<sup>13</sup> 刘燕、王秋豪：《公司资本流出与债权人利益保护——法律路径与选择》，载《财经法学》2020年第6期。

<sup>14</sup> 参见最高人民法院（2012）民提字第11号民事判决书。

<sup>15</sup> 刘俊海：《目标公司回购条款无效的法理证成》，载《河北法学》2022年第4期。

### (3) 全面的分配规则

分配规则的建立有两层含义,其一是对于公司向股东的分配需要有一条不会损及资本的分配规则。其二是对类分配行为的统一财源规制,包括股票回购、财务援助、公司与股东对价不公允的交易等。公司法第一百四十二条规定原则上禁止公司收购本公司股份,其隐含着对于其股份回购的财源的严格要求。

## 2、违反证券法公平原则

证券法上的公平原则是指证券关系中双方当事人的地位是平等的,证券发行和交易按平等、自愿、有偿的原则进行,无论是机构投资者还是个人投资者都要公平对待给付,不得利用其优势压制对方损害对方利益。该原则不仅要求证券市场上不同类型的证券法律关系主体之间相互平等,也强调在相同类型的证券法律关系主体中相互平等。如每一位证券发行人都享有平等募集、发行的地位,每个投资者无论投资数额多少、交易量大小、居住地在何地,都享有平等自愿参与投资,获得收益的机会。由于证券发行和交易行为不仅仅是投资者与发行人、投资者与投资者之间的私人行为,而且具有巨大的市场扩散效应。公平原则不仅从当事人利益出发,而且也从社会一般角度判断某项交易行为的价值要求和合理性,它兼顾机会平等和结果平等。在此基础上,若允许作为公众公司的被告定向回购股份,实质上赋予了投资方优越于其他股东的保证收益特殊权利,使特定股东得以规避风险,无疑会破坏投资人之间进行风险投资行为的结果公平。

在司法实践中,公平原则通过融入司法解释的形式中得到巩固和坚守。对于投资人与上市公司定增保底条款效力性认定问题上,最高法立场鲜明。在今年6月23日最高人民法院发布的《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》中,将投资方利用优势地位与上市公司订立的“定增保底”条款认定为无效,其原因在于“其赋予了投资方优越于其他同种类股东的保证收益特殊权利,变相推高了中小企业融资成本,违反了证券法公平原则和相关监管规定”<sup>16</sup>。由于对赌协议并非严格意义上的法律概念,是一种市场上的俗称,其广义概念包括投资方与融资方对未来目标公司的估值调整的相关约定。而定增保底,实质上就是股权类投资方与上市公司或其利益相关方所作出的估值调整安排,在股权投资合同中,定增保底条款最主要的表现形式为对赌协议<sup>17</sup>。尽管本案中宏达公司尚未上市,

<sup>16</sup> 《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》第9条:“秉持资本市场‘三公’原则依法降低中小企业融资交易成本。畅通资本市场直接融资途径,是解决中小企业‘融资难、融资贵’的有效举措。对于创新型中小企业的上市和再融资,不仅要打通多层次资本市场‘扶上马’,还要秉持公开、公平、公正原则‘送一程’。在上市过程中,对于为获得融资而与投资方签订的‘业绩对赌协议’,如未明确约定公司非控股股东与控股股东或者实际控制人就业绩补偿承担连带责任的,对投资方要求非控股股东向其承担连带责任的诉讼请求,人民法院不予支持。在上市公司定向增发等再融资过程中,对于投资方利用优势地位与上市公司及其控股股东、实际控制人或者主要股东订立的‘定增保底’性质条款,因其赋予了投资方优越于其他同种类股东的保证收益特殊权利,变相推高了中小企业融资成本,违反了证券法公平原则和相关监管规定,人民法院应依法认定该条款无效。为降低中小企业上市成本,对于证券中介机构以其与发行人及其控股股东、实际控制人等在上保荐、承销协议、持续督导等相关协议中存在约定为由,请求补偿其因发行人虚假陈述所承担的赔偿责任的,人民法院不予支持。”

<sup>17</sup> 李燕:《定向增发保底协议效力的司法判定》,载《法商研究》2020年第4期。

但其作为公众公司仍应受到相应监管，若允许宏达公司定向回购股份，将使千里公司获得低风险套利交易机会，产生普通投资者和定增投资人的差别化待遇，实质上违反了证券法公平原则。

### 3、违背公序良俗，损害社会公共利益

为了维护金融市场有序运转，金融领域的监管呈现日趋增强的趋势，穿透式监管理念不仅在行政执法领域得以扩张，还逐渐延伸至司法审判领域。2019年《九民会议纪要》确立了金融监管规章可以借由“公序良俗”通道<sup>18</sup>，也即《民法典》第一百五十三条“违背公序良俗的民事法律行为无效”这一条款<sup>19</sup>，否定合同效力的裁判思路。在司法实践中，该裁判思路同样被运用于增资保底条款的效力认定问题上，苏州中院发布的《2019-2021年度苏州法院公司类纠纷案件审判白皮书暨典型案例》中的典型案例六同样否认了保底条款效力<sup>20</sup>，在某机电公司诉某投资公司确认合同无效纠纷案中，法院认为案涉《差额补足协议》违反了《证券法》关于证券发行、交易活动必须公开、公平、公正的原则及投资者风险自担的原则规定，也违反了证券市场的相关监管规定，由此认定《差额补足协议》无效。

从市场整体角度看，放任该种条款的存在会对融资环境和市场秩序产生诸多不利后果。首先，定增保底条款系统性地推高了上市公司再融资的成本。其次，定增保底条款扭曲了资本市场正常的定价机制，将导致金融市场交易秩序的破坏。迫使定增市场中的价值型投资人逐渐退出，导致财务型、交易型投资人日渐占据主流，定向增发的性质由直接融资逐渐异化为杠杆化的间接融资、异化为大股东担保型债务融资，从而推高了系统性金融风险，最终导致证券市场风险升级，破坏证券市场稳定性。本案中《增资协议》中的回购条款实际上使定增投资人获得了低风险套利交易机会，实质上破坏金融市场秩序，违背公序良俗，损害社会公共利益，应予认定为无效条款。

#### （三）回购条款无效的法律后果

##### 1、千里公司仍然具有股东身份

依据《全国法院民商事审判工作会议纪要》，“对赌协议”又称估值调整协议，是指投资方与融资方在达成股权性融资协议时，为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的包含了股份回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议。所以采取目的解释的方法，虽然回购条款无效，宏达公司没有义务向股东千里公司支付股份回购款，但是回购条款无效不影响增资条款有效，千里公司依据其出资仍然具有股东身份。这一观点也得到司法实践的支持，“从该定义来看，订立《业绩补偿及回购协议》的目的旨在调整双方当事人履行《股权转让协议》后目标公司估值不确定性，使投资人福日公司和融资人九圣禾公司的利益得到平衡。该协议订立时以《股权转让协议》中的股权转让为基础，但当股权转让完成后，其独立存在，故对《业绩补偿及回购协议》的效力、履

<sup>18</sup> 《全国法院民商事审判工作会议纪要》第三十一条：“违反规章一般情况下不影响合同效力，但该规章的内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，应当认定合同无效。人民法院在认定规章是否涉及公序良俗时，要在考察规范对象基础上，兼顾监管强度、交易安全保护以及社会影响等方面进行慎重考量，并在裁判文书中进行充分说理。”

<sup>19</sup> 《中华人民共和国民法典》第一百五十三条：“违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效。但是，该强制性规定不导致该民事法律行为无效的除外。违背公序良俗的民事法律行为无效。”

<sup>20</sup> 参见苏州市中级人民法院：《2019-2021年度苏州法院公司类纠纷案件审判白皮书暨典型案例》。

行、终止的审查，并不依附于《股权转让协议》。”<sup>21</sup>

如果千里公司急于收回资金，不愿继续作为股东承担公司经营管理风险，可以通过转让其股份的方式退出公司。回到本案事实中来，宏达公司已经在“新三板”挂牌，2022年股价在4元左右波动，投资者千里公司持有宏达公司2000万股股份，其可以通过全国中小企业股份转让系统向第三人转让其持有的宏达公司全部股份，获得8000万元左右（高于7000万元的增资款）的股权转让款。从经济学的视角来看，投资者将其持有的股权转让给第三人，是实现公司利益和作为股东的投资者利益的“帕累托最优”结果。

## 2、作为保证人的江勇不承担保证责任

根据《补充协议一》约定<sup>22</sup>，江勇作为《补充协议一》的保证人，承担连带保证责任担保。《民法典》第六百八十一条规定，“保证合同是为保障债权的实现，保证人和债权人约定，当债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的情形时，保证人履行债务或者承担责任的合同。”《民法典》第六百八十二条规定，“保证合同是主债权债务合同的从合同。主债权债务合同无效的，保证合同无效，但是法律另有规定的除外。保证合同被确认无效后，债务人、保证人、债权人有过错的，应当根据其过错各自承担相应的民事责任。”因作为主债权债务合同的回购条款被认定无效，保证合同也应当被认定为无效。因回购条款被宣告无效是由于违反法律、行政法规的强制性规定、违背公序良俗，债务人宏达公司和连带责任保证人江勇不存在过错，故不应承担任何民事责任。

## 3、宏达公司和江勇不应支付逾期付款利息

因《补充协议一》和《补充协议二》属于回购条款，应当被认定无效，被告宏达公司和江勇均无义务支付股份回购款，当然也就没有义务支付逾期付款利息。

## 二、被告不应支付股份回购款

### （一）股份回购必须先完成减资程序

#### 1、股份回购与减资程序存在密切的关系

##### （1）股份回购方式只能由法律规定

股份有限公司中，股权回购的方式有法律的明确规定。《公司法》第一百四十二条第一款规定：“公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：（一）减少公司注册资本；（二）与持有本公司股份的其他公司合并；（三）将股份奖励给本公司职工；（四）股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。”

修订的《公司法》在第一百四十二条中删除了“避免公司遭受重大损害”；和兜底条款“法律、行政法规规定的其他情形”这两种收购情形。首先因为股权回购不是正常的股份交

<sup>21</sup> 参见新疆维吾尔自治区高级人民法院：（2021）新民终228号民事判决书。

<sup>22</sup> 若被投资方未能在协议签订后一年内成功实现新三板挂牌，投资方有权要求被投资方和保证人按照投资方投资款加上以该款项为基数按年15%复合回报率计算的款项来回购投资方持有的被投资方全部股份。

易，同时股权回购对于公司债权人、投资人以及股东的利益有较大的影响，应当严格谨慎规定，遵从原则禁止，例外允许，不应设置兜底条款；其次因为“避免公司遭受重大损害”这一规定太过于宽泛，公司是否受到了损害，损失是否重大的裁量权都交给了公司，权力过大，要将情况具体细化，所以《公司法》删除了两种情形。通过上述《公司法》条款可以清晰认定：股份有限公司原则上严格禁止回购本公司股份，但具备法定情形的除外，即以禁止回购为原则，以特殊情形为例外。

## （2）对赌协议中的股份回购必须经过减资程序

对赌协议中基于资本维持原则回购股份就必须减资。因为投资者的投资款通常会分别计入注册资本与资本公积，而根据《公司法》第一百六十八条的规定，“公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。但是，资本公积金不得用于弥补公司的亏损”。因此，在投资方作为目标公司的股东的情况下，无论基于什么原因，都不能从公司“资本公积金”中拿走金钱。既然公司回购股份只能从“注册资本”中，因此剩下能够讨论的只有是“先减后购”还是“先购后减”的问题。<sup>23</sup>

而在作成股份回购决议时，若公司已为股份公司，鉴于《公司法》第一百四十二条之限制，以及对赌的交易场景（股权回购是一个或然事件，仅在公司上市失败等约定条件下发生）；股权回购是投资方的退出机制，旨在返还出资本金及资金占用成本，该决议中的股权回购显然无关乎员工持股计划，或者第一百四十二条的其他情形；该回购决议欲合法有效，只能被解释为该条第1款第1项的旨在“减少公司注册资本”的回购。<sup>24</sup>故在对赌协议中原告千里公司与被告约定的股份回购是《公司法》第一百四十二条第一款第一项关于“减少注册资本”的回购，而在这种股份回购的方式下需要严格遵守减资程序的要求，即《公司法》第一百七十七条：“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。”

故根据我国《公司法》第一百四十二条，原则上公司不得回购股份，存在六种例外情形，即使按照对赌条款回购股权，也只能适用第一种例外情形，即减少公司注册资本。该条款旨在落实资本维持原则，保护公司外部债权人和社会投资者、交易相对人的利益。公司具有独立的法人地位，其独立性主要体现在如下三个方面，即名义独立、财产独立、责任独立。原告经过增资协议，已经成为了被告宏达公司的股东，其注入公司的7000万元，已经成为了公司的独立财产，关系着宏达公司全体股东和债权人的利益。虽然原告和被告宏达公司签署了《补充协议一》、《补充协议二》，即使在其2015年签署时，取得了全体股东的同意，但是该协议是一个内部协议，宏达公司债权人对此并不知情，其明显损害了宏达公司债权人的利益。况且在回购股份协议签署后，公司股东已有较大变更，且新增加的股东均明确反对相关回购要求。公司的减资行为牵涉到多方利益的平衡，原告只凭借对赌条款来要求公司回购股份，完全不考虑多方主体的利益，这显然是不合理的。合法且合理的做法，就是按照《公司法》的规定，召开股东大会，由股东行使其表决权来决定公司是否要减资回购股权。若形成有效的减资决议，需要告知债权人，并根据其要求，为其提供相应的担保。并通过减资程序对社会投资者进行相关信息的披露。故九民纪要所确定的公司没有完成减资程序，法院驳

<sup>23</sup> 最高人民法院民事审判第二庭：《全国法院民商事审判工作会议纪要》理解与适用，人民法院出版社。

<sup>24</sup> 贺剑：《对赌协议何以履行不能？——一个公司法与民法的交叉研究》载《法学家》2021年第1期。

回原告的诉讼请求，具有合法性、合理性。公司回购股份的行为必须严格遵守《公司法》的规定，在本案中，就是必须基于注册资本的减少来回购其股份。

其次，在疫情以及国际贸易战的影响下，宏达公司的2020年、2021年的净收入并不是很乐观，且为了提高竞争力，公司把大部分的流动资金投入了技术的研发，由我公司2021年的资产负债表可知，长期资产、固定资产、负债的所占比例提高，一旦要求本公司回购股份，必然会触及到注册资本，也必然就要进行减资程序来对利益相关人进行信息的公示，故基于本公司实际的经营状况，注册资本是目前是本公司最主要的财源，减资程序成为了必经的前置程序。

### (3) 千里公司应当承担召开股东会以完成减资的义务

从固定收益的对赌条款来说，公司与投资者之间是债权债务关系；从增资入股条款来看，投资者成为公司股东，对公司主张股份。千里公司作为股东时，依据其债权人身份优先于其他股东，强制公司定向回购其股份，违反股东平等原则；作为债权人时，又依据其股东身份优先于其他债权人，要求公司不经减资直接回购其股份，违反资本维持原则。基于权利与义务的对等性，千里公司享有双重权利的同时应当负有双重义务。结合本案事实，千里公司应当依据其持有的10%的股份，召开股东会以完成减资程序，而后才能行使请求公司回购其股份的权利。如果仅强调其作为债权人享有请求公司回购股份的权利，而对其作为股东应当履行的义务避而不谈，是在以契约法下的意思自治践踏组织法的资本维持和股东平等原则，这是极不公平也极不合理的。

## 2、宏达公司未完成减资程序

如前文所述，既然公司对赌条款与公司法的基本原则和根本制度相悖，裁判者就应旗帜鲜明地从根源上否定公司对赌行为的效力<sup>25</sup>。同时，从原告的第一项、第二项诉讼请求<sup>26</sup>手分析，因为其诉讼请求是不成立的，故请求法院驳回原告的第一项、第二项诉讼请求。

在华工案中，江苏高院以“投资人要求目标公司履行回购义务，具备法律及事实上的履行可能”为重要依据，支持了投资人的诉讼请求。在其判决书中写道：“关于股份有限公司股份回购，《公司法》原则上禁止股份有限公司回购本公司股份，但同时亦规定了例外情形，……案涉对赌协议的回购约定，具备法律上的履行可能。……案涉对赌协议约定的股份回购款项的支付不会损害目标公司对其他债务人的清偿能力，不会因该义务的履行构成对其他债权人债权实现的障碍……案涉对赌协议约定的股份回购条款具备事实上的履行可能。”<sup>27</sup>江苏高院从股份回购行为是否具有法律及事实上的履行可能两方面进行了分析论证。在法律的可行履行上，华工案中的目标公司在其公司章程中规定了回购的情形。而宏达公司并没有在公司章程中对股份回购的相关情形进行约定，同时又不满足法律规定的股份回购的情形，所以在本案中不具备股份回购的法律上的可能性。在事实的可行履行上，因为疫情以及国际客观形式的影响，宏达公司的生产经营状况并不乐观，案涉对赌协议约定的股份回购款项的支付会导致公司资产的减损，损害宏达公司对其他债务人的清偿能力，损害公司的生存发展权，故

<sup>25</sup> 刘俊海：《目标公司对赌条款无效的法理证成》，载《河北法学》2022第4期。

<sup>26</sup> 原告第一项和第二项诉讼请求为：请求判令宏达公司按《关于宏达数码科技发展股份有限公司增资协议》、《补充协议一》、《补充协议二》的约定向千里公司支付股权回购款；请求判令宏达公司按年利率24%的标准向千里公司支付逾期付款利息。

<sup>27</sup> 参见(2019)苏民再62号判决书。

不具备股份回购的事实上的可履行性。

而本案中的股份回购是一个或然事件，是投资方的退出机制，旨在返还出资本金及资金占用成本，该决议中的股份回购显然无关乎员工持股计划，或者第一百四十二条的其他情形。故该股份回购条款属于《民法典》第五百八十条第（一）项中的“法律上或者事实上不能履行”。而到了《九民纪要》，最高法院则将其限缩为“法律上的履行不能”，即未减资而进行回购，违反了《公司法》第一百四十二条，因而构成法律上的履行不能。通说认为“履行不能”规则本应当仅适用于非金钱债务。而对赌回购属于金钱债务，本应当适用《民法典》第五百七十九条规定，债务人不得以《民法典》第五百八十条条规定提出履行不能的抗辩。但是，经过司法实践及理论学说的共同努力，“履行不能”规则也适用于同属于金钱债务的对赌回购债务之中。《非上市公司监督管理办法》第十四条指出，公众公司应当采取有效措施防止股东及其关联方以各种形式占用或者转移公司的资金、资产及其他资源。宏达公司已经在新三板挂牌，作为一个公众公司，其应当受到更严格的监管，来防范金融风险，保障投资人的利益。

由前文的论述可知，无论是从《公司法》第一百四十二条《非上市公司监督管理办法》第十四条出发，还是从宏达公司的实际经营状况出发，股份回购与减资程序存在着密切的联系。故九民纪要所确定的公司没有完成减资程序，法院驳回原告的诉讼请求，具有合法性、合理性。公司回购股份的行为必须严格遵守《公司法》的规定，本案中原告请求被告宏达公司回购股权，而宏达公司目前并未经过减资程序，虽然江勇持有65%的股份，但基于公司的发展、公司的股东、债权人的利益的考虑，其并不能为减资决议投赞成票，所以通过多方利益的博弈，公司无法形成有效的减资决议，目前也就无法回购股份。存在法律上的履行不能，出现了合同僵局，原告请求被告宏达公司承担继续履行的违约责任，不具有可行性，故请求法院驳回原告的第一项、第二项诉讼请求。

## （二）目前尚不具有股份回购的可行路径

### 1、不能利用公积金回购股份

公司的公积金是指公司依法提取的、积累于公司的内部、用于弥补未来公司亏损、扩大生产经营规模和转增资本的财产盈余。公司公积金制度的作用在于，巩固公司的资本基础，提高公司对债权人的清偿能力，构筑保护债权人利益的又一道防护堤。按照公积金的来源不同，公积金可以分为盈余公积金和资本公积金。盈余公积金来源于公司的税后利润，资本公积金来源于公司的盈余之外的其他渠道，如本案中的溢价款。盈余公积金（法定公积金、任意公积金）用途包括弥补亏损、扩大生产经营规模、转增注册资本。资本公积金的用途包括扩大生产经营规模、转增注册资本。若未经过减资程序，使用公司来源于注册资本之外资产进行股份回购，是不具有合法性、合理性的。

原因有三，首先，使用公司的来源于注册资本之外资产进行股份回购，可能会构成“股东抽逃出资”。我国公司法下的“股东抽逃出资”，是域外公司法下“公司向股东返还出资（或资本）”的另一种表述方式<sup>28</sup>。即原告出资的七千万元包括了公司所拥有的来源于注册资本、资本公积金的资产。原告是被告的股东，现被告进行股份回购，相当于对原告进行了变相的出资返还，可能构成抽逃出资，同时违反了公司法的资本维持原则。其次，公司作为

<sup>28</sup> 刘燕：《重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础》，载《中国法学》2015年第4期。



一个独立的法律主体，有其独立的财产，该财产代表了全体股东、债权人的利益。若使用公司独立的财产进行股份回购，应当经过一定的程序，进行多方利益的充分博弈，从而形成最优的解决方案。而目前法律并没有对相关的程序进行规定，若仅仅按照协议约定的方式进行股份回购，会使股份回购行为游走在法律的监管之外、动摇公司法根基、提高商业风险、破坏商业秩序。

此外，即使是根据公司的清偿能力由法院自由裁量是否要求目标公司进行股份回购，仍然存在以下问题。其一，根据公司的资产负债表判断公司是否由能力进行股份回购，虽然可能不会损害债权人的利益，但其一定损害了公司股东的利益。投资方与其他股东均为公司的股东，其应当享有相同的权利与义务，那么投资方就不能凭借违反公司法强制性规定的对赌条款享有其他股东所不享有的股份回购的权利，损害其他股东的利益。其二，仅仅依据“清偿能力”标准，判断公司是否应该进行股份回购，会损害公司的生存、发展权。公司因欠缺清偿能力，对于已届清偿期限而受请求的债务全部或大部分不能清偿的客观状态是公司破产的根本原因。但宏达公司不仅要存活还要进一步的发展。故即使是公司在股份回购后，仍然具有清偿能力，只能证明公司可能不会损害债权人的利益，但公司会丧失用于自身发展的经济来源。特别是在疫情的大背景下，经济萧条，如果宏达公司没有足够的资金支持其进行日常的生产经营活动，很可能导致其不能清偿已届清偿期限而受请求的债务，而进入破产程序，损害了公司的生存权、发展权。在全球经济低迷的背景下，金融业更应该服务于实体经济，保证公司作为一个提供就业、承担社会责任的法律主体所应该享有的生存权、发展权。宏达公司是以信息技术生产研发为其主营业务的公司，需要大量的资金投入日常的研发，随着美国等西方国家对我国芯片产业的制裁，宏达公司现在需要更多的资金投入技术研发，故公司具备清偿能力并不能保证公司的存活，清偿能力的标准过低，在本案中不具有合理性。其三，若允许法院根据资产负债表自由裁量目标公司是否应当进行股份回购，可能会进一步加剧司法裁判的混乱。

## **2.不能利用未分配利润回购股份**

根据《公司法》第三十七条、第四十六条、第一百六十六条的规定，董事会制定的公司利润分配方案经过股东大会审议批准，形成载明具体分配方案的决议后，股东才能按照持股比例取得分红（但股份有限公司章程规定不按持股比例分配的除外）。现被告宏达公司内部并未形成载明具体分配方案的决议，故未分配利润仍然是公司的财产，并不归属于股东个人。未分配利润的存在和能否利用未分配利润进行股份回购是两件事。基于和前文论述同样的逻辑，公司作为一个独立的法律主体，有其独立的财产，该财产代表了全体股东、债权人的利益。若使用公司独立的财产进行股份回购，应当经过一定的程序，进行多方利益的充分博弈，从而形成最优的解决方案。法律并未对“对赌条款”约定情形的股份回购作出程序性的规定，公司内部也并未形成任何关于利用未分配利润进行股份回购的决议，故利用未分配利润进行股份回购在本案中不具有可行性。

### **（三）定向减资需要经过全体股东的同意**

公司减少注册资本是股东减少出资义务甚至是实现退出的方式，但是减资会减少公司的注册资本和资产，减低公司的偿债能力，进而可能影响到债权人利益的保护。因此，无论是在理论还是在实务上，减资都需要履行更为严苛的程序要求。

通过检索公司法以及最高法关于公司法相关的司法解释发现，法条和司法解释中只有关于减资的规定，并没有在其框架下再把减资分为一般减资和定向减资。在实践过程中，定向减资的情形时有发生，而定向减资与一般减资相比具有特殊性。定向减资作为减资的一种，与一般减资的区别在于股东间减少的认缴或实缴出资与其实际认缴或实缴的出资是不同比例的，这种不同比例减资的减资形式直接突破了公司设立时的股份分配情况，变更了原先的股权架构，应当经过全体股东的同意。

## 1、定向减资应当尊重股权架构系各方合意结果的基本原则

等比例减资并不导致公司股权比例的变化，而定向减资的必然结果就是减资份额需要在股东之间重新进行分配，股权架构会进行调整。被告宏达公司的股权结构是公司设立时各股东合意的结果，持股比例直接关系到各位股东的基本权利和义务，应符合自愿原则。<sup>29</sup>如果只要经代表三分之二以上表决权的股东通过就可以作出不同比例减资决议，实际上是以多数决的形式改变宏达公司设立时股东一致决所形成的股权架构，违背了股东自愿原则。

在定向减资的情形下，减资不应只是公司股东会决策的专属权利，其实质是股权结构的变化，影响到了每位股东的基本权益，应当尊重每位股东关于股权架构的真实意思表示，不能以多数股东的意志变更各股东之间形成的一致意思表示。<sup>30</sup>本案中，定向减资将影响到十六位股东的切身利益，并不能完全归属于公司经营事项的范畴。故宏达公司的每位股东都有权决定是否进行减资，以何种形式进行减资，这不仅是公司层面的整体性决策，更要尊重公司各位股东的意愿。

## 2、定向减资损害了公司中小股东的权益

### (1) 定向回购违反股东平等原则

股东平等原则，“是指股东在与公司的法律关系中，平等地享有权利。”<sup>31</sup>现代公司是以股东共同出资为基础构成的资合企业，股东地位理应平等。作为公平、效率价值的体现，股东平等原则无一例外地被各国公司法视为对待股东的一项基本原则，也被视为公司法的基本精神之一<sup>32</sup>。定向回购是不平等对待的体现，触及了股东平等原则。不平等体现在两个层面。首先，仅部分股东获得向公司出售自己股票的机会，不符合形式平等。仅向部分股东回购会改变股东在公司中的持股比例，被回购股东的持股比例降低甚至完全退出公司，未被回购股东持股比例则相应上升，而持股比例是股东行使权利的基础。因此，选择性回购对股东持股的比例利益造成影响。选择性回购中第二层面的不平等问题，即回购的价格是否公平。公司过高估计被回购股份价格，实际上是向被回购股东输送利益。在本案中，如果向原告千里公司定向回购股份，虽然其余股东持股比例上升，但大股东的持股比例相较于中小股东上升幅度更高，这无疑会减损中小股东利益。其次，千里公司主张以年15%的复利回购股份，远超其增资实际价值，显然不具有公平性。

### (2) 定向回购不具有正当性和公平性

<sup>29</sup> 参见上海市高级人民法院（2018）沪01民终1180号民事判决书。

<sup>30</sup> 参见上海市高级人民法院（2019）沪02民终8024号民事判决书。

<sup>31</sup> 李哲松（著）、吴日焕（译）《韩国公司法》，中国政法大学出版社，2000年1月第1版。

<sup>32</sup> 宋慧智《股东平等原则与资本多数决的矫治》，载《河北法学》2011年第6期。

正当商业目的需要具备两个特征。其一，要求选择性回购不仅仅对部分股东个人有利，还需要对公司整体有利。当所有者之一即将退休并想要结清其投资时，由公司回购其股份虽然明显构成了不平等对待，但总体而言对剩余股东是有益的，因为退休是会顺序进行的，而且公司不必面对为获得其他股东的股份而支付大量的现金。其次，正当商业目的需要与股东受到的不平等对待程度相匹配，应当将商业目的的结果与股东受到不平等对待的程度进行比较，只有在选择性回购是对公司而言最佳选择且对股东差别对待最小的一种方式时才具有正当性，否则理由的正当性就可能遭到质疑。本案中对原告进行定向减资会削减公司资本，降低公司偿债能力，动摇公司生存和发展的根基，显然缺乏正当性基础。

除此之外，选择性回购还需要满足客观标准，因为即使为保障股东经济利益上的平等，这就要求回购股份价格需要公平。判断回购价格是否公平需要判断其是否高于股份市场价格。本案中千里公司要求宏达公司按照投资方投资款加上以该款项为基数按年15%复合回报率计算的款项来回购投资方持有的全部被投资方股份，显然原高于宏达公司股份价格，不具有合理性，损害了其他股东利益。

### **(3) 定向回购损害剩余股东对公司持续经营的信赖**

在定向回购中，部分股东提前退出公司，获得了对公司经营而言非常重要的现金资产，将会影响公司正常经营需要，从而使剩余股东无法再通过公司持续经营而获得未来的收益。在选择性回购的场合下，不仅需要基于债权人保护的目​​的来限制回购数额，还有必要考虑公司整体利益、股东保护目的，在这样的目的之下，选择性回购遵循的财务底线应当高于债权人保护底线，保护公司的持续经营能力。本案中，宏达公司优先退出意味着将公司经营失败的风险均转移给了剩余股东，违反了股东平等原则，也损害剩余股东对公司持续经营的信赖。在宏达公司业绩下滑、负债率较高、生存面临危机之际，千里公司向其主张巨额股份回购价款，显然危及宏达公司的生存发展，使其雪上加霜，难以维系正常经营。

定向减资虽然没有改变股东责任的有限性，但是根据被告宏达公司现在的公司经营状况，定向减资导致的各股东持股比例的增加实质上增加了各股东作为股东承担债务的风险。经过定向减资后，江勇从原先的65%的股份将增加到超过66.6%的股份，此时持有的表决权将会超过三分之二，根据公司法的资本多数决相关规定，江勇一人就能决定公司的一般表决事项和特殊表决事项，江勇作为控股股东有可能利用权利损害中小股东的合法权益。

## **三、超过合理利率的股份回购款不应支付**

### **(一) 案涉对赌协议应适用情势变更制度予以调整**

《民法典》第五百三十三条规定：“合同成立后，合同的基础条件发生了当事人在订立合同时无法预见的、不属于商业风险的重大变化，继续履行合同对于当事人一方明显不公平的，受不利影响的当事人可以与对方重新协商；在合理期限内协商不成的，当事人可以请求人民法院或者仲裁机构变更或者解除合同。人民法院或者仲裁机构应当结合案件的实际情​​况，根据公平原则变更或者解除合同。”本案中，宏达公司和千里公司在《补充协议二》中约定触发股份回购的业绩目标条件为2015年至2018年的四年内，年

净利润应连续达到或者超过一亿元。千里公司利用其融资方的优势地位，制定了过于苛刻的业绩目标，加之2018年中美贸易战对信息技术全行业造成重大影响，致使宏达公司未能达到业绩目标，触发股份回购。据此，被告方认为，案涉对赌协议应当适用情势变更制度予以调整。

## 1、约定的一亿元业绩目标明显偏高

主观来看，被告宏达公司与原告千里公司签订对赌协议时，国家提出“十二五信息技术发展”纲要，我国加快了计算机软件技术和硬件技术的全面发展，而集成电路作为计算机核心要件，在2014至2017年进出口数量不断上涨，同时中国芯片自产率也在提升。因此，宏达公司认为国家大力支持信息技术产业的发展，公司主营业务领域发展势头大好，且公司本身具有较强的技术实力、生产经营能力和市场竞争力，在加上公司对于融资的紧迫需求，但是常规融资途径受阻，宏达公司才无奈地、冒险地选择接受一亿元的业绩目标。但是客观来看，在对与宏达公司同行业近似企业的生产经营状况进行调查后，被告认为一亿元的业绩目标明显偏高。

### （1）同类近似企业生产经营状况

同类近似企业经营状况有：深圳法本信息技术股份有限公司（国内信息技术企业前100名）在2016年至2018年间，同期实现的净利润分别为1147.32万元、3185.09万元以及6516.59万元。北京宇信集团股份有限公司（国内信息技术企业前100名）2016年净利润为1.728亿元，注册资本为3.6亿元，年净利润与注册资本的比值为0.48。而2016年，宏达公司年净利润超过一亿元，注册资本两亿元，年净利润与注册资本的比值超过0.5。可见，宏达公司盈利能力和市场竞争力强，投资收益好，同时也说明年净利润一亿元的业绩目标与宏达公司相对较少的注册资本而言明显偏高。

### （2）新三板分层标准

2016年的《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》第六条规定，“满足以下条件之一的挂牌公司可以进入创新层：企业进入新三板创新层挂牌的条件：（一）最近两年连续盈利，且年平均净利润不少于2000万元（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；最近两年加权平均净资产收益率平均不低于10%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）……第十一条规定，进入创新层的挂牌公司应当满足以下维持条件之一：（一）最近两年连续盈利，且年平均净利润不少于1200万元（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；最近两年加权平均净资产收益率平均不低于6%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）……”该《办法》规定的进入新三板创新层挂牌的年净利润标准，仅为一亿元业绩目标的20%，而维持条件规定的年净利润标准仅为业绩目标的12%。从净资产收益率上看，宏达公司在千里公司增资入股后，注册资本2亿元，溢价款计入资本公积金5000万元，其他所有者权益忽略，则最近两年宏达公司平均净资产收益率（净利润÷所有者权益）超过40%（1亿元（大于）÷2.5亿元），也远高于新三板创新层挂牌条件和维持条件。上述比较也可以佐证在2016年时，一亿元的年净利润业绩目标非常高。

## 2、中美贸易战导致宏达公司未能达成业绩目标

## **(1) 中美贸易战的发生具有无法预见性**

中美贸易战是国家间行为，具有无法预见性和不可归责性。从时间上看，2015年8月22日，宏达公司和千里公司签订《补充协议二》并约定了对赌条款，而中美贸易战发生于2018年，时间相隔三年之久，故宏达公司在签订《补充协议二》时绝无可能预见中美贸易战的发生。从性质上看，中美贸易战的本质是中美两国政府采取的贸易政策。中美贸易战由美国挑起，我国采取反制，宏达公司作为一般市场主体仅能预见一般性的市场波动，对于外国经济贸易政策的突然“转向”，尤其是对于美国针对信息技术产业的制裁，不具有预见可能性。

## **(2) 美国对信息技术产业的制裁影响业绩目标实现**

由于案件中提供的证据材料有限，宏达公司无法提供公司会议纪要、财务会计报告等内容直接说明宏达公司因中美贸易战，特别是美国针对我国信息技术产业的制裁给宏达公司生产经营带来的影响。但是，被告可以从以下两方面证明宏达公司受到制裁影响才未能实现业绩目标。

### **1. 宏达公司具有实现业绩目标的能力**

纵向对比宏达公司在2018年中美贸易战发生前后的业绩情况，结合信息技术产业的发展前景，说明在排除中美贸易战影响的情况下宏达公司能够实现2018年业绩目标。宏达公司前两年年净利润均达到了业绩目标，第三年仅与约定目标略有差距，且综合平衡前三年的年净利润，平均年净利润也高于协议约定数额。被告认为正是基于此，原告在宏达公司第三年未达到业绩目标时并未要求回购，这说明原告也完全认可宏达公司具有实现业绩目标的能力，而唯有第四年年净利润低于约定数额。而且，在贸易战后，公司的实力并未受到影响，且已开辟了新的营销模式，业绩已有明显改善。

### **2. 同行业其他企业生产经营受到中美贸易战影响**

受美国制裁影响，中兴通讯2018年度财报显示，2018年全年中兴通讯实现营收855.13亿元，同比下降21.41%，净利润亏损69.84亿元，同比下降252.88%。中兴通讯作为国内顶尖的以信息技术为主营业务的企业，净利润亏损同比下降252.88%，而宏达公司在2018年不过是仅在新三板挂牌两年的小公司，无论是资金实力还是研发能力都远不及中兴通讯，在2018年其年净利润为7500万元，仅低于一亿元的业绩目标25%。此外，中兴通讯作为信息技术行业的巨头，其遭受技术制裁，影响必然波及国内整个信息技术行业。需要强调的是，中兴通讯仅是被制裁的企业之一而已。

而美国对信息技术产业的制裁并不仅限于技术制裁，更重要的是，被制裁企业的产品销售途径被阻断。被制裁企业的产品不仅被限制在美国市场的销售，同时，美国还利用政治影响力，限制这些企业的产品在欧洲市场的销售。<sup>33</sup>而被制裁的大企业的销路阻断，其影响必然传递到为其供应零配件及零部件的小企业。关于同行业其他近似企业生产经营受到中美贸易战的影响，被告方以特定检索条件在企业信息查询软件上检索到与

<sup>33</sup> 参见张亚军：《中兴通讯遭遇美国两次贸易制裁的原因及提供的重要启示》，载《对外经贸实务》2018年第7期。

被告宏达公司近似的同行业企业共22家（检索条件为：计算机类型的制造业、股份有限公司、新三板或者上市企业、注册资本最低一亿元），经整理得到下列数据：2018年公布净利润且盈利的企业共12家，12家企业净利润与该年度注册资本的比值平均为16.33%，而该年宏达公司的比值为37.5%；2018年净利润下降且仍为正值的企业有五家，平均较前年下降51.48%，而宏达公司相应下降19.35%；2017年或2018年净利润下滑包括净利润为负值的企业共13家，剩余九家企业相近年份最高盈利比（净利润与注册资本比值）也不超过35.2%；22家企业中仅有两家，2015到2018年的净利润与该年注册资本的最高值比率超过50%，但其中一家在18年净利润下降44.25%，另一家18年净利润则降为负值。

大量数据说明，同行业其他企业生产经营状况确实在2018年发生了重大变化，而结合这些企业均属于信息技术研发生产企业（计算机硬件制造），可以合理推断整个信息技术产业受到中美贸易战影响。

### **3、继续履行对赌条款对被告明显不公平**

如上所述，千里公司设定的业绩目标本就明显偏高，而宏达公司勤勉尽责经营，前三年的经营业绩均得到原告方认可，2018年因中美贸易战尤其是美国对我国信息产业的制裁才未能达成业绩目标。基于此，被告认为，如果继续履行对赌条款，将导致当事人之间的权利义务严重失衡，故请求法庭根据公平原则变更或者解除对赌条款。

### **4、应当根据公平原则变更或者解除对赌条款**

情势变更制度的立法目的是在合同订立后因客观情势发生重大变化、导致当事人之间权利义务严重失衡的情形下，意在通过变更或者解除合同以实现公平原则，目的在于消除合同因情势变更所产生的不公平后果。<sup>34</sup>故被告主张，只有免除宏达公司的股份回购义务，才能将案涉协议履行调整回公平状态。

第一，根据风险与收益对等原则，对标的物享有收益的民事主体承担相应的风险，才能实现公平的结果。对赌条款本身就使得千里公司可以获取相对固定的收益，该收益脱离了宏达公司的经营业绩，而宏达公司仅2018年一年因受到中美贸易战深刻影响而未达到业绩目标，该风险不可归责于宏达公司，也不具有可预见性，就要承担支付巨额股份回购款的义务，可见风险与收益明显不对等。

第二，宏达公司的价值不会因其收入与利润的短期波动而发生变化，宏达公司的整体收益能力也不会因中美贸易战这一偶发的不可抗力因素而降低，免除宏达公司的股份回购义务后，千里公司仍然可凭借其股东身份获取收益，还可以通过在全国中小企业股份转让系统上转让股份的方式退出公司，故免除宏达公司的股份回购义务并不必然使千里公司遭受损失。

## **（二）股份回购款应当综合考量**

### **1、股份回购款应当受到利率的限制**

<sup>34</sup> 梁慧星：《中国民法经济法诸问题》，中国法制出版社1999年版，第170页。

## （1）股份回购款适用利息管制的合理性

对赌协议实际上属于无名合同，不可被归类到现有的有名合同中类型中。在这种特定案件缺乏法律规定时，裁判者可以采用类比适用，即比照援引与该案件类似的法律规定，将法律的明文规定适用于法律没有规定的情形，但与明文规定类似的情形。<sup>35</sup>本案中，股份回购款的性质不明，原告请求被告支付股份回购款，虽然股份回购款的计算方式是当事人意思自治的结果，但是因原告无法在现行的民商事法律中找到完全对应的法律关系的规定作为请求权基础，其就负有说明股份回购款数额计算方式合理性的义务。因此，判断原告主张的股份回购款数额是否公平合理，应当类比和参照近似的法律关系进行分析。

首先，从“回购”的本意出发判断股份回购款数额是否公平合理。回购就是公司从股东处买回股份，属于买卖合同（股权转让合同）法律关系，因此回购价款在合理的股权市场价值范围内确定才符合公平原则。而这一观点在司法实践中也能得到印证，“股东一旦注资成为公司股东，即应承担相应的投资风险。对于股权转让及回购协议并不违反法律禁止性规定，但回购实质上是在双赢目标不能达成之后对投资方权益的一种补足，而非获利，故其回购条件亦应遵循公平原则，在合理的股权市场价值及资金损失范围之内，不能因此鼓励投资方促成融资方违约从而获取高额赔偿。因此，法院可以对股份回购协议中的回购价款及违约金予以调整。”<sup>36</sup>原告在律师函中声明回购款数额为1.34亿元，而宏达公司股价在4元左右，故原告持有股份的市场价值约为8000万元。1.34亿元的股份回购款数额高于股份市场价值67.5%，完全超出了合理的股权市场价值，明显违反公平原则。

其次，跳出“回购”的本意，本案中股份回购款数额计算方式类似于民间借贷。本案中，千里公司与宏达公司和江勇在《补充协议二》中约定，被投资方和保证人按照投资方投资款加上以该款项为基数按年15%复合回报率计算的款项来回购投资方持有的全部被投资方股份。其中，投资款可视为借贷之本金，而约定的所谓“回报率”即利率，因此，股份回购款具有固定收益率且不与经营业绩和股权市场价值相关联的特征，与借贷法律关系具有高度相似性。此外，从《补充协议二》第五条逾期未支付股份回购款应当支付逾期利息的约定也能够进一步证明股份回购款就是参照民间借贷，因为在借贷法律关系中，通常将利息分为借期内利息和逾期利息两部分。《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》第二十五条规定，出借人请求借款人按照合同约定利率支付利息的，人民法院应予支持，但是双方约定的利率超过合同成立时一年期贷款市场报价利率四倍的除外。前款所称“一年期贷款市场报价利率”，是指中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心自2019年8月20日起每月发布的一年期贷款市场报价利率。故如果原告要主张按照《补充协议二》的约定计算股份回购款，必须参照民间借贷法律关系，利率不得超过一年期贷款市场报价利率的四倍。这种对股份回购款的利率进行一定的限制体现了私法可以引导当事人对法律有一定的预见性，维护当事人的应有权利。<sup>37</sup>这种“出资+回购”虽然不是借贷合同，但在利息管制层面，仍应与借贷合同相同对待，以免利息管制因前述经济上的替代安排而落空。<sup>38</sup>

<sup>35</sup> 参见黄茂荣：《法学方法与现代民法》（第五版），法律出版社2007年版，第492页。

<sup>36</sup> 参见（2015）民二终字第204号民事判决书。

<sup>37</sup> 屈茂辉：《类推适用的私法价值与司法适用》，载《法学研究》2005年第1期。

<sup>38</sup> 贺剑：《对赌协议中的违约金调整与利息管制》，载《人民司法》2020年第16期。

需要特别注意的是，股份回购款的性质不是违约金。从法律关系上看，股份回购约定是一个股权买卖合同，因此，股份回购的价款义务作为主给付义务，首先与违约金无涉。<sup>39</sup>本案中的业绩标准并不是判断是否违约的标准，支付股份回购款不是一项因违约产生的义务，其作为第一性义务与作为第二性义务的违约责任有本质的不同。而从当事人的协议内容的文义来看，合同采取“如·····”，其与合同中通常采取的规定义务的表述存在明显不同，故没有明确股份回购款的性质为违约金。

## （2）股份回购款受到利率限制的内在价值

我国采取了民商合一的立法模式，《民法典》总则编负载着凝聚整部法典基本价值导向的功能，因此《民法典》第3条至第10条所列举的包括公平原则在内的各项基本原则，不仅仅是民事主体从事民事活动应予考虑的基本价值遵循，也是所谓商事主体从事商行为时的基本价值导向。<sup>40</sup>所以对于商行为绝不能仅仅强调尊重商事自治，限制同样是商行为的本质之一。<sup>41</sup>《民法典》第六条规定，民事主体从事民事活动，应当遵循公平原则，合理确定各方的权利和义务。而如上文所述，原告主张的股份回购款数额明显违反公平原则。

在本案中，回购实质上是在双赢目标不能达成之后对投资方权益的一种补足，而非获利，故其回购条件亦应遵循公平原则，在合理的股权市场价值及资金损失范围之内，不能因此鼓励投资方促成融资方违约从而获取高额赔偿<sup>42</sup>。股份回购款利率应当参照民间借贷利率的相关规定，新修订的《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》（以下简称《规定》）。《规定》要求，以中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心每月20日发布的一年期贷款市场报价利率（LPR）的4倍为标准确定民间借贷利率的司法保护上限。以2022年8月22日发布的一年期贷款市场报价利率3.65%的4倍计算，民间借贷利率的司法保护上限为14.6%。原告要求被告以1.34亿回购股份，其原告实际要求股份回购款的利率远超于14.6%的利率上限。

在疫情以及贸易战的背景下，宏达公司需要资金投入研发来保证公司的生存和发展，这同时也是在响应国家的号召承担其应有的社会责任，故请求法院对逾期利息的利率予以调减，法院应以14.6%为上限参考，此时对于利率的调整是对契约自由与契约正义的平衡，防止这种高额赔偿损害正常的金融市场秩序，以保护实体经济的稳定发展。

## 2、原告应当对合同的不能履行承担责任

首先，原告作为一个专业的投资公司，其应当预见到，若目标公司不能完成减资程序，其不可能通过公司回购股份的途径取得投资回报款。故原告在与被告宏达公司签订《补充协议一》、《补充协议二》时，应当对宏达公司的章程进行一定的修改，以便能够约束新加入的股东。现公司章程没有相应的条款，新加入的股东没有义务审查公司内部的对赌协议，也没有义务按照对赌协议的约定，形成减资决议从而使宏达公司回购股份。其次，在公司无法形成减资决议时，原告也没有积极行使其股东权利，请求召开临时股东大会。故原告应当对合同的不能履行承担一定的责任，法院应当对股份回购款予

<sup>39</sup> 贺剑：《对赌协议中的违约金调整与利息管制》，载《人民司法》2022年第16期。

<sup>40</sup> 聂志海：《〈民法典〉民商合一立法模式的逻辑证成》，载《中国海商法研究》2020年第31卷第3期。

<sup>41</sup> 范健：《中国〈民法典〉颁行后的民商关系思考》，载《政法论坛》2021年第39卷第2期。

<sup>42</sup> 参见最高人民法院（2015）民二终字第204号民事判决书。



以酌减。

### （三）江勇仅对合理的股份回购款承担连带责任

根据补充协议中的约定，江勇对股份回购款承担连带保证责任，但是仅对合理的股份回购款承担连带保证责任，超过合理利率和期限的部分不承担责任。

## 四、超过合理利率的逾期利息不应当支付

### （一）逾期利息应当按照合理期间计算

《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》第三十一条规定：“本规定施行后，人民法院新受理的一审民间借贷纠纷案件，适用本规定。2020年8月20日之后新受理的一审民间借贷案件，借贷合同成立于2020年8月20日之前，当事人请求适用当时的司法解释计算自合同成立到2020年8月19日的利息部分的，人民法院应予支持；对于自2020年8月20日到借款返还之日的利息部分，适用起诉时本规定的利率保护标准计算。”

民间借贷案件一审受理时间	借贷合同成立时间	计息期间	利率
2020/8/20 前	不考虑	自合同成立至借款返还之日	“二线三区”利率最高 24%
2020/8/20 后	2020/8/2 前	自合同成立至 2020/8/19	“二线三区”利率最高 24%
		2020/8/20 至借款返还之日	不超过合同成立时 4 倍一年期 LPR
	2020/8/20 后	自合同成立至借款返还之日	不超过合同成立时 4 倍一年期 LPR

表 4-1 民间借贷利率新规计算

故对于本案股份回购款的逾期利息应当按照最新法律规定分段计算。

### （二）逾期利息应当受到利率管制

#### 1、双方真实意思表示为逾期利息

逾期付款利息可视为应付款项被付款方占用未支付而产生的利益损失，违约金是指当事人之间的合同生效后，因一方违反合同约定或法律规定而向对方支付一定数额的货币。根据《中华人民共和国民法典》第五百八十五条：“当事人可以约定一方违约时应当根据违约情

况向对方支付一定数额的违约金，也可以约定因违约产生的损失赔偿额的计算方法。”由法条中“当事人可以约定”的“可以”可知，违约金条款是合同双方合意的结果，并非法定条款，而需要经合同双方当事人在合同中明确违约金的相关约定，才能在一方违约时适用。

而在本案中，原被告双方在《补充协议二》中第五款约定“若宏达公司与江勇逾期支付回购款，则按年利率24%的标准支付逾期付款利息。”从文义解释上，合同中明确约定的是“逾期付款利息”，而不是“逾期付款违约金”，合同中其他条款也并没有出现有关违约金的约定，从合同目的上，原被告双方作为商事主体应当知晓逾期利息与违约金的性质与区别，根据商事习惯，原告若要被告以违约金的名义承担民事责任，应当在合同中明确约定违约金的相关规定，而不是《补充协议二》中约定的“逾期付款利息”，故本合同约定的逾期利息应当认定为资金占用损失，而不是违约金。

## 2、逾期利息受到利率管制的合理性

目前我国法律仅对民间借贷、买卖合同、建筑工程合同的逾期付款利息进行了明文规定。本案中关于逾期利息约定的合同实际上属于无名合同，不可被归类到现有的有名合同中类型中。但是在这种特定案件缺乏法律规定时，裁判者可以采用类比适用的原则。本案中的逾期利息与借贷合同中约定的利息具有相似的法律关系，都属于对资金占用产生了利息损失，所以针对这类问题，依据民法中的公平原则，可以类比适用《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》对于资金占用利息的规定：“出借人请求借款人按照合同约定利率支付利息的，人民法院应予支持，但是双方约定的利率超过合同成立时一年期贷款市场报价利率四倍的除外。”以2022年8月22日发布的一年期贷款市场报价利率3.65%的4倍计算，现在民间借贷利率的司法保护上限为14.6%。本案从法律解释的角度而言，根据《民法典》第五百八十三条之规定：“当事人一方违约，在履行义务或采取补救措施后，对方还有其他损失的应当赔偿损失，逾期付款必然意味着违约事实的发生，那么权利人就可以主张义务人除履行义务（支付本金）外，另行承担赔偿责任的责任。”因此原被告双方约定的逾期付款利息，实际上是被告逾期支付股份回购款给原告造成的实际损失。根据《民间借贷司法解释》第二十八条亦可认为：“权利人因逾期付款所遭受的损失即为资金占用利息损失，计算方式为1倍贷款市场报价利率。”对逾期利息的利率进行一定的限制体现了私法可以引导当事人对法律有一定的预见性，维护当事人的应有权利。原告要求被告以年利率24%支付逾期利息明显高于原告的实际损失与法定上限，故请求法院予以调减。

### （三）江勇仅对合理的逾期利息承担连带责任

根据补充协议中的约定，江勇对逾期承担连带保证责任，但是仅对合理的逾期利息承担连带保证责任，超过合理利率和计算期限的部分不承担责任。

## 五、被告不应当支付原告的律师费

根据《中华人民共和国民事诉讼法》第五十二条规定<sup>43</sup>，当事人可以委托代理人进行诉讼，但并不是必须委托律师，故一般情况下应当由委托人自行承担律师费。原告与被告未在案涉合同中就律师费的分担进行事先约定，律师费的承担应以合同明确约定为前提，故原告

<sup>43</sup> 《中华人民共和国民事诉讼法》第五十二条规定第一款：“当事人有权委托代理人，提出回避申请，收集、提供证据，进行辩论，请求调解，提起上诉，申请执行。”

的律师费用应尤其自行承担，请求法院驳回原告的诉讼请求。

## **六、被告宏达公司不应当承担本案诉讼费**

诉讼费应当按照《诉讼费用缴纳办法》第二十九条的规定承担：“诉讼费用由败诉方负担，胜诉方自愿承担的除外。部分胜诉、部分败诉的，人民法院根据案件的具体情况决定当事人各自负担的诉讼费用数额。”故未有判决结果前被告宏达公司不应承担诉讼费用，请求法院驳回原告的诉讼请求。

## 第五部分 案件反思

### 一、用制度为金融服务于实体经济保驾护航

长期以来，中小微企业或者是初期的民营企业都存在融资难、融资贵的现实问题。因为这些市场主体自身可能存在财务不规范、抗风险能力差或抵押品不足的需求端问题，而在供给端，不少金融机构考虑到投资的风险与成本等因素，也不会为这些企业积极提供贷款。

所以一些企业铤而走险选择民间高利贷，也有的企业选择本案中宏达公司与风投公司对赌的形式，而这些企业能提供的担保基本上只有约定的较高利率或者是现金补偿等形式。对于选择对赌协议的企业来说，业绩要求一般被认为是正向的激励措施，但是对于负有过高净利润要求的被投资方来说，可能有些企业会走一些“捷径”来达到约定的业绩，但是这种成长模式不符合正常的企业发展规律，企业极有可能在一两年能完成目标，但是发展后劲不足导致企业最终仍需支付高额的回购款。在这种情况下，不仅是企业可能要承担高额的回购款，也会进一步损害公司债权人的合法利益，也容易导致企业财务支出额度进一步增大，压缩了利润空间，甚至出现利润负增长，不利于企业健康发展。此时投资方利用对赌协议的新形式，可以在企业完成对赌业绩后转售已经升值的股份，也可以在对赌条件不能达成时要求被投资方支付高额的股份回购价款，这在一定程度上刺激了市场资金的活跃，但是这在实质上是金融从实体经济中获利的体现，而获利的一部分代价则是被投资企业背负债务而不能继续发展，这明显与我国金融服务于实体经济的政策相违背。

为了贯彻金融服务于实体经济的理念，2020年8月最高人民法院召开新闻发布会，正式发布新修订的《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》，其中民间借贷利率的司法保护上限，以每月20日发布的一年期贷款市场报价利率的4倍为标准确定，取代原来“以24%和36%为基准的两线三区”的规定，大幅度降低民间借贷利率的司法保护上限。进一步下调民间借贷的最高保护上限，实际从本质上下调了高利贷的认定标准，让正常的民间借贷具有民间资金调剂和活跃民间经济的积极意义。尤其是目前我国的中小企业、民营经济、个体经济仍然较为困难的复工复产时期，而融资难、融资贵的问题更制约着这些市场主体的发展。通过下调民间借贷最高利率，降低民间借贷资金成本，更有利于推动民营经济的发展与活跃。同时也让更多的企业有更多的融资路径与选择，让流动的资金真正能够服务于实体经济。

### 二、上市公司定增保底条款无效化的裁判趋势

#### （一）定增保底条款应为无效

定向增发是上市公司向少数特定投资者不公开发行股份的行为，其目的在于吸收优质资产、融入资金、提升上市公司持续盈利能力。上市公司的定向增发往往由上市公司股东或实际控制人主导，因此实践中出现的定向增发保底协议一般由其发行对象提供保底承诺。<sup>44</sup> 2020年《上市公司非公开发行股票实施细则》修订，此次修订版的第二十九条，明确规定了“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

<sup>44</sup> 李燕：《定向增发保底协议效力的司法判定》，载《法商研究》2020年第4期。

“保底收益承诺，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。”2022年6月最高法印发了《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》的通知，该意见认为保底条款无效，即“在上市公司定向增发等再融资过程中，对于投资方利用优势地位与上市公司及其控股股东、实际控制人或者主要股东订立的‘定增保底’性质条款，因其赋予了投资方优越于其他同种类股东的保证收益特殊权利，变相推高了中小企业融资成本，违反了证券法公平原则和相关监管规定，人民法院应依法认定该条款无效。”《上市公司非公开发行股票实施细则》、《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》均旗帜鲜明的否认了定增保底条款的效力，为上市公司相关案件的审理指明了裁判的方向。

## （二）关于定增保底条款效力性裁判思路的有效借鉴

本案中，原告与被告签订的股份回购条款约定“若被投资方未能在协议签订后一年内成功实现新三板挂牌，投资方有权要求被投资方和保证人按照投资方投资款加上以该款项为基数按年15%复合回报率计算的款项来回购投资方持有的被投资方全部股份。”该条款所约定的股份回购款并没有与经营业绩目标相挂钩，而是与投资年限相关联。所以该条款是在对赌失败时可以享有固定收益的投资保底条款。因为被告宏达公司目前尚未上市，我国缺少相应的法律规范，这造成了司法实践中未上市公司对赌条款效力认定的裁判不一。但是通过分析上市公司定增保底条款的立法目的，借鉴上市公司定增保底条款效力认定的裁判趋势，可以为本案的裁判提供可行的思路。

最高法印发的《深化新三板改革若干意见》仅适用于北京证券交易所上市公司，从而排除了其他上市公司的适用。最高法认定定增保底条款无效的三点理由为：违反证券法公开、公平、公正原则，不符合相关监管规定，以及变相推高企业融资成本。这三点绝非北交所上市公司独有的问题，沪市深市的上市公司也无法避免定增保底条款整体推高上市公司再融资成本、扭曲资本市场定价机制的弊端，放眼新三板挂牌公司也同样如此。因此《保障意见》的颁行释放了一个信号，若意见在北交所试水成功，解决了企业在经济下行大环境中面临的融资难、融资贵的问题，那么在监管规则日趋完善、投资者和上市公司的信息不对称逐渐改善的情况下，法院未来很可能将保底条款无效规则类推适用到沪深证券交易所上市公司、未在北交所上市的新三板挂牌公司，这表明定增保底条款的裁判趋向无效化认定，有助于稳定金融秩序，促进实体经济良性发展。

## 第六部分 附件

### 附件一 授权委托书

#### 授权委托书

委托人：宏达数码科技发展股份有限公司

受 委 托 人：XXA

职 务： 律师

工 作 单 位：××律 师 事 务 所

电 话：XXXXXXXXXX

现委托上列受委托人在千里投资集团有限责任公司诉宏达数码科技发展股份有限公司合同纠纷一案中，作为我司的一审诉讼代理人。

代理人XXX的代理权限为以下第（二）项

（一）一般代理；

（二）特别授权代理，即：代为出庭，代为提出、承认、变更、放弃 诉讼请求，进行调解、和解，代为签收法律文书等。

本委托书有效期自签订之日起至本案一审终止。

委托人：宏达数码科技发展股份有限公司

受委托人：××律师事务所（章）；××律师事务所



二〇二一年X月X日

注：本授权委托书一式三份，交人民法院一份、委托人与律师事务所各持一份。

授权委托书

委托人：江勇

受 委 托 人：XXB

职 务： 律师

工 作 单 位：××律 师 事 务 所

电 话：XXXXXXXXXX

现委托上列受委托人在千里投资集团有限责任公司诉宏达数码科技发展股份有限公司合同纠纷一案中，作为我的一审诉讼代理人。

代理人XXX的代理权限为以下第（二）项

（一）一般代理；

（二）特别授权代理，即：代为出庭，代为提出、承认、变更、放弃 诉讼请求，进行调解、和解，代为签收法律文书等。

本委托书有效期自签订之日起至本案一审终止。

委托人：江勇（签字）

受委托人：××律师事务所（章）；×× 律师事务所



二〇二〇年X月X日

注：本授权委托书一式三份，交人民法院一份、委托人与律师事务所各持一份。

## 附件二 类案检索

案件名称	案号	裁判要旨
许长安、杨凤兰等诉曹桐勇公司增资纠纷案	最高人民法院 (2015)民二终字第313号	股东会决议文本中不属于股东会作为公司权力机构行使职权的事项，不是股东会决议。认缴公司资本是股东的法定权利，股东会无权就股东是否认缴公司新增资本及如何认缴作出决议，与此相关的内容即使记载于股东会决议文本中，也应认定属于股东间协议，适用合同法进行调整。
中静汽车投资有限公司与上海铭源实业集团有限公司股权转让纠纷案	最高人民法院 (2015)民二终字第204号	股东一旦注资成为公司股东，即应承担相应的投资风险。对于股权转让及回购协议并不违反法律禁止性规定，但回购实质上是在双赢目标不能达成之后对投资方权益的一种补足，而非获利，故其回购条件亦应遵循公平原则，在合理的股权市场价值及资金损失范围之内，不能因此鼓励投资方促成融资方违约从而获取高额赔偿。因此，法院可以对股权回购协议中的回购价款及违约金予以调整。
青岛市光明总公司与青岛啤酒股份有限公司啤酒买卖合同纠纷案	最高人民法院 (2004)民二终字第125号	合同法第一百一十四条等规定已经确定违约金制度系以赔偿非违约方的损失为主要功能，而不是旨在严厉惩罚违约方；违约金在我国合同法中主要体现为一种民事责任形式，因此，不能将违约金条款完全留待当事人约定，尤其是对数额过高的违约金条款。
张福清、开封晶圆实业有限公司合同纠纷案	河南省高级人民法院 (2020)豫民终334号	当事人双方就目标公司经营目标以及未实现经营目标时，投资公司可以获得现金补偿或股份补偿等进行了约定。如若该现金补偿实际兑付，就意味着投资公司无论何种条件下均可以取得相对固定的收益，而该收益明显脱离了目标公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益，违背了公司资本维持的基本原则，应认定该约定无效。



<p>陕西金戈投资控股集团有限公司与北京国君力鼎创业投资有限公司等股权转让纠纷案</p>	<p>陕西省高级人民法院（2020）陕民终488号</p>	<p>不存在《公司法》第一百四十二条第一款规定的公司得收购本公司股份的情形时对目标公司的对赌无效。</p>
<p>新疆西龙土工新材料股份有限公司与北京银海通投资中心、奎屯西龙无纺土工制品有限公司股权转让纠纷案</p>	<p>最高人民法院（2020）最高法民申2957号</p>	<p>根据《中华人民共和国公司法》第三十五条、第一百四十二条的规定，投资方与目标公司“对赌”失败，请求目标公司回购股份，不得违反“股东抽逃出资”的强制性规定。股份有限公司回购股份属减少公司注册资本的情形，须经股东大会决议，并依据《中华人民共和国公司法》第一百七十七条的规定完成减资程序。</p>
<p>苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波增资纠纷案</p>	<p>最高人民法院（2012）民提字第11号</p>	<p>海富公司作为企业法人，向世恒公司投资后与迪亚公司合资经营，故世恒公司为合资企业。世恒公司、海富公司、迪亚公司、陆波在《增资协议书》中约定，如果世恒公司实际净利润低于3000万元，则海富公司有权从世恒公司处获得补偿，并约定了计算公式。这一约定使得海富公司的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了世恒公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益，一审法院、二审法院根据《中华人民共和国公司法》第二十条和《中华人民共和国中外合资经营企业法》第八条的规定认定《增资协议书》中的这部分条款无效是正确的。</p>
<p>九圣禾控股集团有限公司、青岛福日集团有限公司股权转让纠纷案</p>	<p>新疆维吾尔自治区高级人民法院（2021）新民终228号</p>	<p>订立股权回购协议的目的旨在调整双方当事人履行股权转让协议后目标公司估值不确定性，使投资人和融资人的利益得到平衡。股权回购协议订立时以股权转让协议中的股权转让为基础，但当股权转让完成后，其独立存在，故股权回购协议的效力、履行、终止的并不依附于股权转让协议。</p>

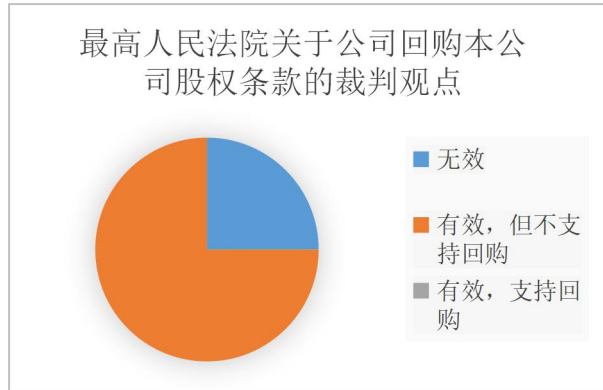
### 附件三 裁判观点汇总

关于公司回购本公司股权的裁判观点汇总（2019-2022）

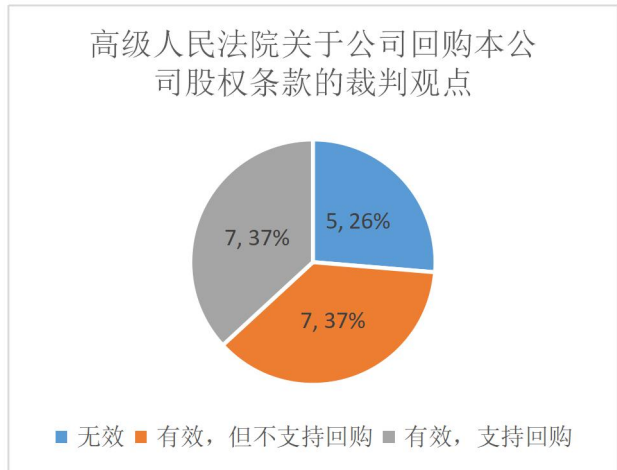
检索条件：对赌协议、回购、2019-2022年

在检索结果中，浏览判决实际内容，已排除掉与股东对赌、业绩补偿、相关度低的案件。

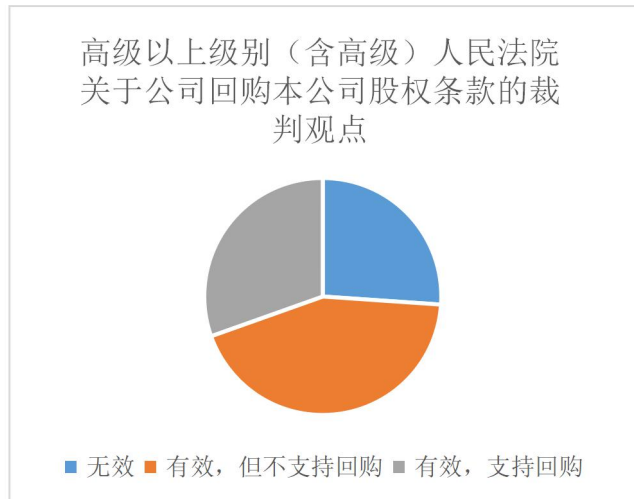
最高院判例	26个
有效检索结果总数	4个
判决有效，不支持回购	0个
判决无效	1个



高院判例	126个
有效检索结果总数	19个
判决有效，不支持回购	7个
判决有效，支持回购	7个
判决无效	5个



高级以上级别(含高级)人民法院判例	152个
有效检索结果总数	23个
判决有效，不支持回购	10个
判决有效，支持回购	7个
判决无效	6个



认定股权回购条款无效的裁判观点汇总

案件名称	案号	裁判要旨
<p>新余甄投云联成长投资管理中心与广东运货柜信息技术有限公司等新增资本认购纠纷上诉案</p>	<p>江西省高级人民法院(2019)赣民终178号</p>	<p>本案中《补充协议》第2.1.1条约定，在约定的条件成就时，“甄投中心有权要求运货柜公司回购甄投中心持有的全部或部分股权，运货柜公司承诺予以回购，回购价格应保证甄投中心本次投资的年收益率不低于百分之拾伍（15%）……，该约定反了上述《公司法》第三十五条、第一百四十二条的强制性规定；《补充协议》约定的回购款计算方式，使得甄投中心的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了运货柜公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益，同时亦属于反《公司法》第二十条规定的情形。因此，《补充协议》有关运货柜公司回购股权的内容应属无效。上诉人认为其要求运货柜公司支付的该部分股权不是注册资本，是资本公积金部分，不存在减少注册资本的情形。对此，本院认为，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，都已属于公司所有，是公司资产的构成部分，同样基于公司资本维持原则的要求，如果将资本公积金返还股东，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，故股东不得任意要求公司予以返还。综上，甄投中心要求运货柜公司支付列入公司资本公积金部分的股权回购款不能成立，本院不予支持。</p>
<p>苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波增资纠纷案</p>	<p>最高人民法院(2012)民提字第11号</p>	<p>海富公司作为企业法人，向世恒公司投资后与迪亚公司合资经营，故世恒公司为合资企业。世恒公司、海富公司、迪亚公司、陆波在《增资协议书》中约定，如果世恒公司实际净利润低于3000万元，则海富公司有权从世恒公司处获得补偿，并约定了计算公式。这一约定使得海富公司的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了世恒公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益，一审法院、二审法院根据《中华人民共和国公司法》第二十条和《中华人民共和国中外合资经营企业法》第八条的规定认定《增资协议书》中的这部分条款无效是正确的。</p>

<p>开铂银科（成都）创业投资企业与成都西联钢铁有限公司、云南鹏龙坤佳物流有限责任公司合同纠纷案</p>	<p>四川省高级人民法院 (2016) 川民初字第13号</p>	<p>但其中关于由作为目标公司的西联钢铁回购股权的约定，不属于我国公司法关于公司收购本公司股权的法定情形，其实质将导致公司资本不当减少，股东缴纳的股本被抽回，有损目标公司及其债权人合法利益，应属无效。故案涉《增资协议》、《合资合同》、《补充协议》中由作为目标公司的西联钢铁进行股权回购的条款应为无效。</p>
<p>新疆盘古大业股权投资有限合伙企业、中基国际投资（香港）有限公司 [CHUNGKEI INTERNATIONAL INVESTMENT] 与公司有关的纠纷上诉案</p>	<p>浙江省高级人民法院 (2018) 浙民终629号</p>	<p>盘古企业为梓昆公司股东，盘古企业根据合同约定要求目标公司梓昆公司回购其持有的本公司股份并支付固定的投资本金和收益，不属于《中华人民共和国公司法》第一百四十二条规定的公司可以收购本公司股份的法定情形。《补充协议》约定盘古企业可以从梓昆公司取得相对固定的收益脱离了梓昆公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益，违反了《中华人民共和国公司法》第二十条和《中华人民共和国中外合资经营企业法》第八条的规定，一审认定《补充协议》中的这部分条款内容无效正确。《补充协议》约定梓昆公司和中基公司对股权回购承担连带责任为共同承担回购义务，而非梓昆公司为中基公司的股权回购承担保证责任，盘古企业认为梓昆公司应对中基公司的回购义务承担保证责任没有依据，不予采纳。</p>
<p>浙江星莱和农业装备有限公司、莱恩农业装备有限公司股权转让纠纷案</p>	<p>浙江省高级人民法院 (2019) 浙民再212号</p>	<p>二审法院认为，一、关于《增资协议》《特别协议》《补充协议》中约定莱恩公司回购义务的条款效力问题。从公司法法理来看，公司作为法人主体，其从事经营活动的主要目的是营利、取得利润。股东向公司投资的主要目的是通过参与公司经营管理、获取公司从可分配利润中分配给股东的利润即股东红利，因此，股东与公司是利益共同体，利益共享、风险共担。上述协议中约定在一定条件下莱恩公司有回购赛康公司的股权的义务，使得赛康公司作为公司股东获益，脱离了公司的经营业绩，悖离了公司法法理精神，最终使得赛康公司规避了交易风险，将公司可能存在的经营不善及业绩不佳的风险转嫁给公司及债权人，严重损害了公司其他股东和债权人的合法利益。根据《中华人民共和国公司法》的相关规定，有限责任公司和股份有限公司原则上都不允许回购</p>

		<p>本公司的股份，股东要求公司回购必须符合《中华人民共和国公司法》第七十四条或第一百四十二条规定的相应情形。上述协议所约定的回购条件不属于《中华人民共和国公司法》规定的公司可以回购公司股份的情形，因此，该约定因违反法律强制性规定，根据《中华人民共和国合同法》第五十二条的规定，应认定为无效。（浙江省高级人民法院再审维持二审金华市中级人民法院判决）</p>
<p>九圣禾控股集团有限公司、青岛福日集团有限公司股权转让纠纷案</p>	<p>新疆维吾尔自治区高级人民法院 (2021)新民终228号</p>	<p>从该定义来看，订立《业绩补偿及回购协议》的目的旨在调整双方当事人履行《股权转让协议》后目标公司估值不确定性，使投资人福日公司和融资人九圣禾公司的利益得到平衡。该协议订立时以《股权转让协议》中的股权转让为基础，但当股权转让完成后，其独立存在，故对《业绩补偿及回购协议》的效力、履行、终止的审查，并不依附于《股权转让协议》。</p>
<p>陕西金戈投资控股集团有限公司与北京国君力鼎创业投资有限公司等股权转让纠纷案</p>	<p>陕西省高级人民法院(2020)陕民终488号</p>	<p>关于国君力鼎与目标公司天津金戈的“对赌”效力问题。国君力鼎与天津金戈的对赌，依据《公司法》第一百四十二条第一款之规定：“公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：（一）减少公司注册资本；（二）与持有本公司股份的其他公司合并；（三）将股份奖励给本公司职工；（四）股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。”由于本案中不存在上述规定的情形，故本案对目标公司天津金戈的对赌无效。</p>
<p>新疆盘古大业股权投资有限合伙企业、梓昆科技(中国)股份有限公司与公司有关的纠纷再审审查与审判监督案</p>	<p>最高人民法院 (2019)最高法民申4797号</p>	<p>本案中，盘古企业未能举证证实存在前述规定的梓昆公司可以收购本公司股份的法定情形，且盘古企业作为梓昆公司的股东，要求梓昆公司回购股份有违“资本维持”原则，将损害梓昆公司及梓昆公司债权人的利益，违反《公司法》第二十条的规定。因此，二审判决认定盘古企业和梓昆公司达成的股份回购条款无效，并驳回盘古企业对梓昆公司的诉讼请求，并无不当。</p>