

私募股权业务回购条款的设置及后续实操思考

刘家琛*

摘要：市场周期的轮动及监管政策的更新使得私募股权基金在签订投资协议时往往会选择添加回购条款作为投资方保有最低限度流动性的兜底措施。但在实操过程中交易主体为了尽快完成交易,参照前序投资条款或采用模糊兜底方式进行设计和表述回购要素成为常态,但在实操中回购条款会因触发条件、行权时机、回购主体等问题存在不同的行权效果。为了更好地控制上述风险,本文针对回购触发条件的设置以及引中的回购条件提前主张的合规性、回购条件已提前触发的论证角度及回购权行权期间这四个问题进行汇总梳理,并结合现阶段司法判例为相关交易主体提供实操思路,供读者参考。

关键词：私募股权 回购 行权条件

一、实务背景

得益于供给侧结构性改革的调整机遇与资本市场改革红利的释放,私募股权投资基金作为多层次资本市场的重要组成部分,其数量和市场规模较发展初期迅速扩张。但迅猛发展的同时也暴露出行业规范有待完善以及市场化程度较低等问题。随着国内经济增速放缓与逆全球化趋势蔓延,当前国内股权投资机构普遍面临退出难的困境。在此背景下,回购条款由于能够有效控制被投项目信息不对称的情况及舞弊风险,其作为投资方与企业的高度意思自治下积极追求合作共赢的一种商事契约的重要程度不断提高。而触发条件作为回购条款最重要的要素之一则在很大程度上

* 金融从业人员,合规小兵选送。

决定了投资方能够在何种情况下拥有回购权。

二、回购触发条件的设计及建议

现阶段,虽然 IPO 政策收紧但私募基金的理想退出方式固然是相对高回报率的 IPO 及并购退出,然而企业的经营受宏观环境的影响及自身业务固有属性的限制具有不确定性。所以股权回购条款能够在企业无法通过 IPO 或并购等方式退出时,给投资者提供另外一条比较明确的退出路径,同时也能够给投资者的资金安全提供一定的保障。

(一) 回购触发条件的设计

对于回购条款的设计而言,回购的触发条件是重中之重,结合披露的相关司法判例及常见的回购主张,常见的触发条件主要集中在“公司未如期完成 IPO”等退出类条件及“公司未达到实际承诺利润/业绩”等财务类条件两个规制范围。

1. 财务类条件

财务指标类条款从其定义即可明确为对目标公司财务指标的规制,在实际操作中一般设置为目标公司的净利润或者营业收入,少数特定企业会对公司产品销量,研发费用等财务数据进行特殊约定。当目标公司没有达到上述指标时,可以要求相关主体进行回购,从而避免在投资中因目标公司效益下降造成投资收益的受损。

相关示例:【(2019)粤 0304 民初 51032 号】财务类相关条件表述为公司 2017 年度、2018 年度、2019 年度的税后净利润分别不低于 1 000 万元、1 800 万元、2 200 万元,若公司未能完成当年度业绩承诺的 60%时,原告有权要求被告回购原告持有的公司股份。

2. 退出类条件

退出类条款主要对项目最终退出方式进行了约定,在投资阶段,投资者主要看重目标公司的发展潜力并期望拟投资公司能够上市谋求最大化收益,当目标公司没有按投资约定如期上市时,设置退出类触发条件的回购协议就可以使投资方所持股权保有最低限度的流动性,同时有希望以回购的方式完成退出,不至于导致整体投资陷入退出僵局。

相关示例:【(2020)赣民终 956 号】退出类相关条件表述为公司未能在 2020 年 12 月 31 日之前在 A 股上市或公司未完成资产重组的,投资人有权要求公司实际控

制人在 6 个月内回购或受让方公司股权。

(二) 实操建议

在实操过程中投资方、被投公司及公司股东为了尽快达到完成双方交易的目的,通常会参照前序投资条款或采用模糊兜底方式进行设计和表述回购的触发条件,上述的设计思路不仅难以起到对项目公司的制约作用,同时还将因模糊的表述造成各方不同的解释空间。

1. 针对财务指标类条件

财务指标的设定能够有效衡量被投企业在“一段时间”内的经营情况,起到有效的风险防控作用。但投资公司在设置财务指标时不应单纯依据前述年度的财务状况孤立的设定平滑增长的净利润及营业收入,而应综合考虑企业自身性质、所处的生命周期阶段以及所处行业和经济环境。

笔者认为投资方可以结合企业的经营发展阶段综合审计工作中重要性标准去进行财务指标的设定:针对营收水平保持稳定的企业,可采用经常性业务的税前利润;针对企业尚处于起始阶段,总资产能够更好地反应企业的投入情况;针对处于新兴行业或者商业模式侧重于抢占市场的企业,可以采用营业收入进行衡量市场的拓展情况;而针对侧重研发的高科技企业,研发费用投入的绝对金额或投入占比情况能够更好的反应出企业的可持续发展能力。

同时投资方也应考虑到被投公司因市场融资需求压力所导致的指标舞弊的可能。为减少舞弊发生的可能性,我们在约定具体财务指标时应尽量在相关定义中明确具体计算公式及是否应经过审计等限制条件,缩小各方的解释空间,在对指标进行验收考察阶段,也应重点关注被投资方收入确认原则及基础凭证的抽查,利用函证、检查等审计程序确保不存在较为明显的收入确认瑕疵。

2. 针对退出类条件

被投公司能够以 IPO 形式完成退出是投资机构最为理想的退出方式。但 IPO 过程较长且受国家政策影响较大,退出类条款设置的时间点一般为投资后 3—5 年,为避免投资方在投中无法对项目进行有限掌控,投资方可以结合市场的经济环境、目标公司的经营方针以及进入资本市场的程序周期将上市标准的相关内容在回购协议中进行明确列举,如上市涉及的营收利润等财务指标、上市涉及的重要核查要点(持续经营活动、日常内控管理、核心人员履职等),加强对投资期限内的整体把控。

综上,任何投资人行使回购权的举动实际上都将会导致处于发展关键阶段的公司或实控人向投资人支付全额投资款及一定额外收益。故回购触发条件作为投资交易谈判的重点条款应充分结合被投公司的发展阶段,行业状况、经营水平等要素综合考虑,切不可按照历史经验强行约定不适宜条款(例如:小型初创企业一概约定 IPO 退出回购条款),同时各方在具体谈判以及回购触发条件条款的协商过程中,应尽量斟酌用语,明确约定回购主体、计算公式、行权条件、行权期限、违约金等内容细节,避免因协议条款表述上的各方解释差异和不适宜触发条件导致双方因回购条款的频繁沟通而错过企业本应获得的发展机遇。

三、回购条件能否被提前触发

在现阶段私募投资项目中,公司能够成功 IPO 上市往往是公司创始人及投资方共同期望的目标,故结合前文所述,退出类条款往往是每个投资项目必备的条款之一,但受限于公司的经营发展情况,大多数公司可能在上市期限尚未届满的情况下就出现无法实现上市的种种迹象,而面对这一局面,约定的上市条款是否可以主张提前触发需要我们就相关的法律关系进行一些梳理。

(一) 司法案例

1. 【安徽省高级人民法院—(2022)皖民终 65 号案】

2017 年 4 月 17 日,中宁枸杞创投与源和堂公司签署《认购协议》,约定中宁枸杞创投以 1 500 万元认购源和堂公司 150 万股股份,同时载明:如标的公司 IPO 申请在 2020 年 12 月 31 日前未获通过,则中宁枸杞创投可以要求袁学才(安徽源和堂药业实控人)回购所持全部或者部分的标的公司股份。截至 2020 年 12 月 31 日,源和堂公司未完成首次公开发行股票并上市,中宁枸杞创投于 2019 年 9 月 16 日要求袁学才按照《增资补充协议》约定回购中宁枸杞创投持有的源和堂公司全部股份。

投资方中宁枸杞创投与被投方安徽源和堂药业实控人袁学才就能否在约定的上市期限届满前进行回购产生相关争议,安徽省高级人民法院通过分析有关上市法定条件,以标的公司的盈利状况不满足《首次公开发行股票并上市管理办法》财务指标为由,提前预判其不可能在 2020 年 12 月 31 日前上市,从而认定赎回条件已经成就,投资方中宁枸杞创投有权在该条件成就时发函要求实际控制人袁学才回购其所持有的目标公司股权。

2.【江西省高级人民法院—(2020)赣民终 956 号】

2019 年 8 月 2 日,王一智与博得鑫潮共同签订《北京九重门数科技中心(有限合伙)份额转让协议》,约定王一智将其持有的九重门 30.21%的合伙份额转让给博得鑫潮,同时明确若九次方公司(北京九重门数持股的公司)应在 2020 年 12 月 31 日之前在 A 股上市,后王叁寿(九重门实控人)因税务问题涉嫌刑事犯罪及关联方资金的占用被广东证监局采取行政监管措施导致公司无法实现上市或并购。博得鑫潮要求提前回购股权的要求获得江西省高级人民法院的支持。

(二) 实务建议

根据安徽省高院及江西省高院的裁判,我们不难看出,在司法实践中,现阶段针对回购条件达成与否,司法机关更加倾向于对实际条件的把控。含有上市退出条件的触发条款一般约定的表述形式为“公司未能于固定时间点前实现合格上市,则投资方有权要求公司、核心团队和/或持股实体(‘回购义务人’)回购投资方履行出资义务后所持有的全部或部分公司股权”,该条款中明确带有期限因素,很容易因字面意思理解为附期限的民事法律行为,但附期限与附条件两者法律关系的重要的区别在于期限是将来确定发生的事实,具有必然性;而条件在客观上属于并不确定发生的事实,具有偶发性。常识可知被投公司能否于固定时间点前成功 IPO 完全为无法预测的事件。因此,回购退出类触发条件更符合前述附条件条款的法律特征,即只要能够证明被投公司已经实质丧失到期上市的可能性,无需等到约定固定期限的来临前即可提前认定回购条件成就。

若在实际投资过程中,目标公司已在约定期限到来前实质丧失履行约定即完成上市的可能,但却因僵化保护回购义务方的“期限利益”而阻止提前行权,这种情况一方面提高了投资风险,难以维护投资方的利益从而降低其投资的积极性。另一方面将对被投资方起到负面的示范作用,难以体现诚信这一基本的商业价值。过度的保护期限利益本质上其实已失去了条款订立之初的督促约束作用,同时被投公司可能恶化的财务经营状况也将导致投资方的损失,这样造成的结果很难体现股权回购条款旨在对投资方和目标公司实际控制人之间的投资风险进行合理分配和利益平衡的价值。本文认为投资方可以在综合评估上市审核流程、不符要求的具体情况 & 剩余期限整改可行性等相关因素后通过法律手段维护自身权益。但通过相关诉讼程序主张提前回购,难免会对被投公司的正常经营及实控人的企业管理造成一定影响。

综上,投资方“提前”主张回购条件成就从而为自身创设退出渠道,存在实务上的

可行性。但投资方在投后管理过程中应充分关注被投方经营情况,同时应谨慎评估不应盲目主张提前回购。

四、回购条件已提前触发的论证角度

现阶段适用的法律准则并未对回购条款提前达成进行规定,故投资人主张回购条款提前触发在实务中更多地聚焦于将目标公司的状况和上市规则的相关要求进行横向对比,并结合距离约定上市期满的时间、上市审核流程综合评估。结合司法判例以投资者视角出发,笔者提供以下举证参考维度:

(一) 司法案例

1. 安徽省高级人民法院—(2022)皖民终 65 号案

角度: 财务数据等硬性指标

根据上文论述,安徽省高级人民法院以标的公司的盈利状况不满足《首次公开发行股票并上市管理办法》财务指标为由,提前预判其不可能在 2020 年 12 月 31 日前上市,从而认定赎回条件已经成就。现阶段境内外资本市场结合拟申报上市板块及发行人所属行业对于发行人通常会设定相应的报告期财务指标作为门槛。而财务指标在实务判断中具有较强的直观性及稳定性,以境内上交所主板上市为例,根据《上海证券交易所股票上市规则(2023 年 8 月修订)》(以下简称《上交所上市规则》)3.1.2 境内发行人申请在本所上市,市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项:(一)最近 3 年净利润均为正,且最近 3 年净利润累计不低于 1.5 亿元,最近一年净利润不低于 6 000 万元,最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计不低于 1 亿元或营业收入累计不低于 10 亿元;(二)预计市值不低于 50 亿元,且最近一年净利润为正,最近一年营业收入不低于 6 亿元,最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计不低于 1.5 亿元;(三)预计市值不低于 80 亿元,且最近一年净利润为正,最近一年营业收入不低于 8 亿元。上述财务指标直观且准确,若投资方依据目标公司在相应期限内的财务状况已实质不符合上市财务指标要求进行主张要求提前回购,法院依据客观准确的数据提前判断,司法裁量的认定压力相对较轻,投资方的提前回购主张被认定的可能性更大。

2. 上海仲裁委员会—(2019)沪仲案字第 3361 号裁决

角度: 持续经营、运营情况等软性指标

持续经营能力是指公司基于一定期限内的生产经营状况,在可预见的将来有能

力按照既定目标持续性地开展经营活动。可持续经营能力是任何一家公司能够合理运转下去的前提条件。上海仲裁委员会结合目标公司员工遣散、业务停滞以及上市工作毫无进展的情况认定目标公司已不可能完成上市,从而在《(2019)沪仲案字第 3361 号》裁决中支持投资方要求回购义务主体提前回购的相关请求。同时根据《首次公开发行股票注册管理办法》所述发行人应是依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司以及具有直接面向市场独立持续经营的能力。因此如果投资人能够证明目标公司出现运营停滞、员工大量遣散、发生影响持续经营的重大债务(甚至被法院裁定受理破产清算)、主要资产或核心技术出现重大权属纠纷等影响持续经营的不利因素均有助于主张上市对赌条款提前触发。

(二) 实务建议

如前所述,若投资人在投后管理阶段发现被投公司已无法完成对赌条款的情况下,结合诉讼的处理周期及距离上市对赌到期时间,投资人可以依据财务指标、资产状况、经营合规性、商业逻辑、公司可持续经营等多方面的综合分析决定是否提前提起诉讼或启动仲裁程序。但根据主张的触发条件不同,所可能承担的举证难度以及被支持概率同样存在不同。

针对财务数据、客观违法事实等角度,由于涉及的条件较为客观,司法机构进行判断较为简洁方便,但投资方也应积极通过各种渠道进一步收集信息评估目标公司的经营状况,例如通过委派董事获取董事会文件、通过股东会议获取股东会资料、行使交易条款约定的财务检查权以及法律赋予的股东知情权及质询权等充分落实财务指标的客观情况。而针对可持续经营困难、消极运营等角度,由于上述条件与公司的日常经营活动密切相关,相关数据和情况难以轻易获得,投资方若想从上述角度要求提前回购则需要更加谨慎、全面地收集被投公司的经营计划并及时收集和固定证据,即充分收集目标公司及回购义务方关于现金流紧张、上市计划延迟、停止办公等有利于证明无法持续经营的沟通记录,对于日常投后核查时可能出现的财务异常以及可能出现的舞弊行为和目标公司提前进行沟通交涉并留痕,避免在证据尚不充分的情况下贸然提起诉讼或仲裁。

现阶段从司法实务来看,在上市条件确不能达成及其他严重经营瑕疵的范围内投资方提前主张回购存在不少被司法机构支持的先例,但投资方在针对提前回购时仍需要秉承谨慎性原则,需要在充分考虑经营情况与退出压力的前提下决定是否提前发起回购主张,假如提起诉讼或仲裁的时点对于目标公司是否必然无法完成上市

从举证角度仍有较多欠缺,则不仅将面临较高的败诉风险,还可能出现回购义务方主张投资人的诉讼行动干扰公司正常经营并对上市工作造成实质影响,从而在最差情况下被认定不正当地促成回购条件成就并可能被追究相关的责任。因此,投资人能在多大程度上掌握被投公司对上市构成实质障碍的相关不利情形,则会极大影响提前回购主张被司法机构支持的可能性。

五、回购权行权的判定期间

针对现阶段对赌协议纠纷实践中,投资方可能较为注重约定回购触发条件,但协议中往往没有明确回购权行使期间。而在合同未明确约定的情况下,关于投资方行使回购权是否应有合理期限、超出合理期限未行权是否导致回购权消灭的问题,同样值得我们去探究:

(一) 司法案例

1. (2020)皖民再 215 号

观点:除明示放弃外,请求回购的权利不灭失

在(2020)皖民再 215 号案件中,东华工程科技股份有限公司与安徽淮化集团有限公司就回购时效产生争议后,安徽省高院在判决书中明确表示本案不存有东华科技公司对淮化集团公司所享有的股权回购请求权超过期限或时效的法律问题,因为根据民法典第 511 条第 4 款规定:“履行期限不明确的,债务人可以随时履行,债权人也可以随时请求履行,但是应当给对方必要的准备时间。”民事权利的放弃须明示意思表示,默示意思表示只可在法律有明确规定及当事人有特别约定的情况下才能发生法律效力。在既无明确约定又无法律特别规定的情况下,不宜推定投资方对回购权利的放弃。因此,其该项权利并不因股权回购条件成就六年内未行使而归于消灭。

2. (2019)湘民申 3778 号案

观点:自回购条件成就之日起计算诉讼时效

在(2019)湘民申 3778 号案件中,湖南省高院明确申请人湘西高新企业未按照《股权转让补充协议》第二条约定的书面致函电讯公司回购股份即未在条件达成后诉讼时效规定的两年内主张权利,诉讼时效已经届满。根据民法典第 188 条规定,诉讼时效期间自权利人知道或者应当知道权利受到损害以及义务人之日起计算。故认定

其诉讼时效应当从“约定条件实际达成之日”起计算,若超过诉讼时效,则投资方要求义务人履行回购义务的主张不被支持。

3. (2020)沪民申 1297 号

观点:将回购条件成就之日起的合理期限作为除斥期间

在吕华铭与蔡冰股权转让纠纷一案中,上海市高级人民法院认定合理期间的确定应依据诚实信用、公平原则,综合考量公司经营管理的特性、股权价值的变动,合同的目的等因素。从权利的性质及行使的后果出发,回购权与撤销权、解除权同属形成权,行使期限届满,权利消灭,不适用诉讼时效的规定。

(二) 实务建议

从上述法院裁判案例来看,针对股权回购权属于请求权还是形成权,是否适用诉讼时效现阶段在司法实践中认定不一。根据民法基础理论,请求权是指法律关系的一方主体请求另一方主体为或不为一定行为的权利,须有相对人的协力始得实现。而形成权系赋予权利人依照单方意思表示而形成法律效果的权利,相对人并不负有相对应的义务。而回购权多数是依据股权性融资协议约定而赋予投资方的一种特殊民事权利,其在实践中的重要功能之一即在于以解除权的法律功能调整投资人与目标公司或实际控制人的关系,从而在保持最低流动性的情况下应对各方当事人可能出现的公司治理僵局。故结合投资合同目的、法律关系特征,本文更偏向于回购权为形成权的一种。

但我国现阶段在立法上并未对概念予以厘清,司法上各法院结合案例所涉合同内容及行业惯例进行综合判断容易得出不同的结论,而此种情形对投资人而言是不可控的,为避免被法院认定一个较短的行权期限,投资人在协议签订时自主约定一个较长的义务履行期限或权利行使期限无疑是更为保明智的做法。同样在投后管理阶段无论是否约定了权利行使期限,投资方应加强对被投企业的管控力度,在回购条件成就之日起以协议约定的送达方式向回购义务方发送含义明确的通知来积极行使权利。若因主客观因素导致投资方延迟行使权利,投资方也可以“行业惯例”进行一定程度上的抗辩,争取维护自身权益。

综上,现行法律对回购权的性质与行权期限没有明确规定,而司法实践中各法院又会因合同约定、合同履行情况、合同订立目的等因素产生不同的认定,故投资方应在投资协议中明确约定义务履行期限和权利行使期限,积极按期行权以保障自身利益。

结 语

在被投公司未来成长性存在不确定的情形下,回购权条款能够有效的平衡双方利益并完成一定程度上的风险规避。投资方在设计回购权条款时不应刻舟求剑,照搬历史条款,而应充分考虑企业性质、经营状况等要素进行确定。同时回购权的触发往往伴随着被投公司经营发展的不顺以及业绩营收的下滑,何时何法如何举证去行权同样也需要投资方经过谨慎思考后予以定夺。坚持股权投资的底线思维,对可能出现的最坏情形有充分的预见和准备,时刻保持如履薄冰的谨慎、见叶知秋的敏锐、未雨绸缪的忧患,才能做到“明者防祸于未萌,智者图患于将来”。