

【大王律师】[来看我]

本文观点分为三个部分，关键在第三部分，核心在“让与担保法律关系”。

第一部分 一审法院的裁判观点

一、股权回购合同及补充协议的效力问题。

紫乔公司与瑞佑公司、目标公司签订的《股权转让协议》，京奥港集团公司与京奥港房地产公司、瑞佑公司签订的《股权回购合同》，京奥港集团公司、京奥港房地产公司与瑞佑公司签订的《补充协议》均系当事人的真实意思表示，亦并不违反法律、行政法规的强制性规定，故应属合法有效，各方当事人均应当严格依照合同约定履行各自义务。

二、股权回购的执行问题。

经查，2017年8月10日，瑞佑公司依约完成了支付1亿元股权转让款的合同义务，根据《股权回购合同》及《补充协议》的约定，京奥港集团公司、京奥港房地产公司应分别于2017年12月21日和2018年6月21日，向瑞佑公司支付第一笔、第二笔股权溢价款，但京奥港集团公司、京奥港房地产公司未按照合同约定履行支付义务且至今未予支付。与此同时，经审查，京奥港集团公司还涉及多起重大诉讼，根据《股权回购合同》第二条第5款之约定，瑞佑公司有权要求京奥港集团公司、京奥港房地产公司提前支付全部股权回购款。

三、股权溢价款问题。

根据《补充协议》第一条约定，股权年溢价率为10%，自《股权转让合同》中所约定的转让价款支付至京奥港集团账户之日起，基金每半年度届满日为结算日，京奥港集团公司、京奥港房地产公司应于结算日后的一个工作日内向瑞佑公司支付当期应支付的股权溢价款。

经审查，瑞佑公司于2017年8月10日向京奥港集团公司、京奥港房地产公司支付了1亿元股权转让款。股权溢价款起算日

应从2017年8月10日起计算至第一笔股权溢价款结算日即2017年12月20日。

《补充协议》第一条还约定了

股权溢价款的具体计算方式

，即股权溢价款=原始转让价款金额×10%×当期实际天数÷365。股权溢价款暂计算至2017年12月20日为：1亿元×10%×133天÷365天=3643835.62元。瑞佑公司主张的2017年12月20日之后的股权

溢价款亦存在合同依据

，股权溢价款的计算标准及相应数额一审法院将在违约金一节中予以综合考虑和认定。

四、应否支付违约金问题。

瑞佑公司主张按照**日万分之五**分别计算延期支付**两笔**

股权溢价款的违约金，按照日万分之五以全部股权回购价款为基数计算延期支付股权回购款的违约金，京奥港集团公司、京奥港房地产公司则认为股权溢价款及违约金计算**比率过高，申请法院进行调整**

。对此一审法院认为，按照《股权回购合同》及《补充协议》的约定，京奥港集团公司、京奥港房地产公司应于2017年12月21日支付第一笔股权溢价款、于2018年6月21日支付第二笔股权溢价款、于2018年8月17日支付股权回购款，但京奥港集团公司、京奥港房地产公司并未依约予以支付，根据《股权回购合同》第十三条规定，瑞佑公司**有权要求**

京奥港集团公司、京奥港房地产公司支付**延期支付**

股权溢价款的违约金**及**延期支付股权回购款的违约金。

五、违约金的支付标准问题。

京奥

港集团公

司、京奥港房地产

公司提出瑞佑公司要求的股权溢价款和违约金**过高**，应当依法予以酌减。

根据《中华人民共和

国合同法》第一百一十四条规定，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**。约定的违约金**低于**

造成的损失的，当事人**可以**

请求人民法院或者仲裁机构**予以增加**；约定的违约金**过分高于**

造成的损失的，当事人**可以**

请求人民法院或者仲裁机构予以适当减少。当事人就迟延履行约定违约金的，违约方支付违约金后，还应当履行债务。《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（二）》第二十九条规定，“当事人主张约定的违约金过高请求予以适当减少的，人民法院应当以实际损失为基础，兼顾合同的履行情况、当事人的过错程度以及预期利益等综合因素，根据公平原则和诚实信用原则予以衡量，并作出裁决。”

一审法院认为

，考虑到本案的具体情况，合同中约定的延期支付股权溢价款的违约金和延期支付股权回购款的违约金，无论是补偿性的还是惩罚性的，虽然违约金数额与违约损失额不要求完全一致，但不能使两者差异悬殊。本着违约金的数额与违约损失的数额应当大体一致的原则，一审法院认为，本合同中约定的股权溢价款已经构成对瑞佑公司的补偿，如果完全按照

无疑过重，即瑞佑公司主张的违约金数额确实过分高于其实际损失，一审法院依法予以酌减

。综上，一审法院将2017年12月20日之后的股权溢价款和违约金两项之和的标准调整为以投资股权本金1亿元为基数，按照年息24%为标准计算。

六、其他费用问题。

关于瑞佑公司主张的律师费40万元、诉讼费及财产保全费用，一审法院认为，瑞佑公司与京奥港集团公司、京奥港房地产公司签订了《股权回购合同》及《补充协议》中并未对于因本案纠纷产生的律师费用的承担作出明确约定，而且律师费用属于瑞佑公司主张本案项下的权益而发生的成本支出，应当属于瑞佑公司损失的范畴，本案在酌定瑞佑公司的违约金时，已经作为损失情形予以了考量，故对于瑞佑公司主张的律师费，一审法院不予支持。

另对于瑞佑公司主张的诉讼费及财产保全费用的负担，一审法院将依职权审查作出认定。

第二部分 二审法院的裁判观点

一、本案的性质认定问题。

本院认为，通观案涉的数份合同，本案是典型的股权投资交易，即以支付股权转让款的方式投资于目标公司，以股权转让、保底回购方式担保投资收益，一审案由定为股权转让纠纷不妥，根据《最高人民法院关于印发修改后的的通知》规定，当事人起诉的法律关系与实际诉争的法律关系不一致的，人民法院结案时应当根据法庭查明的当事人之间实际存在的法律关系的性质，相应变更案件的案由。上诉人此项上诉理由成立，本院予以采信，本案应当定为合同纠纷。

上诉人根据中国证券投资基金业协会发布的《备案管理规范第4号》中关于“明股实债”的表述认定本案为借贷关系，本院认为，“明股实债”的“债”并非特指借贷合同关系，而是指因合同允诺产生的付款义务，上诉人关于一审适用法律错误的理由不能成立。

二、本案违约金计算的基数与调整标准问题。

对于以股权溢价款为基数计算违约金，上诉人均在一审法院审理过程中予以明确认可，一审法院亦“本着违约金的数额与违约损失的数额应当大体一致的原则”，应上诉人的请求对于案涉合同约定的违约金按照年24%的利率进行了酌减调整。上诉人此项上诉理由亦不能成立，本院不予采信。

第三部分，对明股实债问题的思考

法院在审理“明股实债”诉讼案件时的一般原则为：鼓励交易、尊重当事人意思自治、维护公共利益和保障商事交易的过程正义。

在实际审理中，法院的裁判观点也经历了一个重大的变化，以九民纪要的发布作为转折点。

一、2017年民二庭第五次会议纪要至2019年九民纪要时期

2017年11月最高院民二庭第5次法官会议纪要中对认定“明股实债”法律关系是“股”还是“债”给出了判断标准：“明股实债并无统一的交易模式，实践中，应根据当事人的投资目的、实际权利义务关系等因素综合认定其性质。

投资人目的在于取得目标公司股权，且享有参与公司的经营管理权利的

，应认定为股

权投资。反之，投资人目的

并非取得目标公司股权，而仅是为了获取固定收益

，且不参与公司经营管理权利的，应认定为债权投资，投资人是目标公司或有回购义务的股东的债权人”。

司法实践中，对“明股实债”交易模式的基本裁判思路会按照外部性和内部性作出划分：

（一）在不违背法律、行政法规效力性强制性规定或社会公共利益的前提下，若案件本身具有外部性特征：

譬如案件的产生是因为目标公司破产

或是涉及到其他第三方债权人合法利益等，则法院在考察当事人双方真实意思表示、合同目的的基础上似乎更倾向于维护合法合理的外部利益，往往会将案件所涉合同性质认定为股权投资；

（二）若案件本身并无外部性特征，仅涉及当事人双方之间的内部利益时，则法院主要是基于合同载明的内容并结合当事人双方的真实意思表示等方面来考虑：

1、投资人是否参与公司经营管理。

若投资人实际参与了公司治理，行使股东权利，履行股东义务，比如：对公司董监高的选任、公司重大事项具有表决权等，法院一般倾向认定为股权投资关系，反之，则认定为债权债务关系。

2、股权转让价格是否合理。

当股权转让价格过高或者过低，

与股权的市场价值过分偏离时，法院倾向于认定为债权债务关系。

3、股权转让是否办理了变更登记手续。

如股权转让合同签订后，当事人并未办理工商变更登记手续，未对外公示股权的最新权属状况，则法院有可能认为交易中投资方并无实际获得股权的目的，进而认定为债权债务关系。

4、是否约定固定收益。

固定收益是债权性投资的一项重要特征，若股权受让方从公司或股东处获取固定收益，且该收益也按约定支付，往往会被认定为债权债务关系，因为这与具有收益或然性的长期股权投资并不相同。

5、是否存在担保等增信措施。

担保必须依赖于主债权债务而存在，如果有些交易设置了不动产抵押权等担保物权，若认定该交易是真实的股权转让，那么在主债权债务都不存在的情况下，该担保物权就被架空了，没有意义。

6、股权回购条款的约定。

不同交易背景下的股权回购条款安排体现着交易各方不同的交易意图，因此不能简单将合同中是否具有股权回购条款作为股、债性质认定的依据。

整体而言，股权回购条款可分为债权意思表示下的回购条款与投资对赌背景下的回购条款，两者的区别主要在于触发机制不同。

债权意思表示

下的回购是投资人所追求的直接目的，享有主动选择权，一般明确设定回购期限。股权投资交易的对赌回购条款，则往往是以项目方的经营业绩或不确定的重大事件为触发条件，仅是投资人对自身利益的被动保护的一种手段，并非其追求目标，是否触发、何时触发具有不确定性。

7、合同签订的磋商过程

交易各方磋商的过程是“要约——承诺”的过程，各方的决议、往来函件等文件通常能够反映交易各方的真实意思表示及其变化过程，因此缔约磋商过程形成的材料不能忽视，应当与已签署的相关协议进行比较印证，进而作出判断。

8、是否存在其他证据

在“明股实债”的交易模式中，有时交易双方会另行签订一份补充协议-《借款合同》，以明确双方的真实法律关系系借贷合同法律关系。如存在此类证据，则“明股实债”法律关系被认定为债权债务关系的可能性较大。

二、后九民纪要时期

2019年11月8日，最高法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（九民纪要），对于“明股实债”的司法认定发生了重大的转折。

九民纪要基本上将“明股实债”定性为

设置了让与担保的债权

。九民纪要第89条规定：如果合同中约定由转让方或者其指定的第三方在一定期间后以交易本金加上溢价款等固定价款无条件回购

的，无论转让方所转让的标的物是否真实存在、是否实际交付或者过户，只要合同不存在法定

无效事由，对信托公司

提出的由转让方或者其指定的第三方按约定承担责任的

诉讼请求，人民法院依法予以支持

。当事人在相关合同中同时约定采用

信托公司受让目标公司股权、向目标公司增资方式

并以相应股权担保债权实现

的，应当认定在当事人之间成立让与担保法律关系的

。当事人之间的具体权利义务，根据本纪要第71条的规定加以确定。《九民纪要》第89条中虽未明确提及“明股实债”这一概念，但是其叙述的内容基本符合“明股实债”的特征，此条文也对于认定“明股实债”法律关系具有一定指引。

2021年1月1日实施的《民法典》中对民事法律行为的效力进行了规定：《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”，第一百四十六条又规定：“行为人与相

对人以虚假的

意思表示实施的民事法律行

为无效。以虚假的意思表示**隐藏的**

民事法律行为的效力，依照有关法律规定处理”。根据上述规定，民事法律行为有效的前提是据以作出行为的意思表示真实，以虚假的意思表示实施的民事法律行为无效。而往往虚假的意思表示隐藏的民事法律行为**被认定为有效**。

2021年1月1日与《民法典》同时实施的《关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第

六十八条第三款规定：“债务人与债权人

约定将财产转移至债权人名下

，在一定期间后再由债务人或者其

指定的第三人**以交易本金加上溢价款回购**

，债务人到期不履行回购义务，财产归债权人所有的，人民法院应当参照第二款（让与担保）规定处理。”即法院认定明股实债构成股权投资的基础不存在，而认定为债权投资。

相较法院，仲裁机构更注重对于合同各方意思自治的保护，赋予了仲裁员更多的自

均认为有效。

就责任主体而言，仲

裁庭在判断目标公司应否承担责任会考虑

签约时目标公司是否受到了融

资方（大股东）的控制

，如是，认可目标公司的独立人格与融资方混同，因而**应当承担责任**。（法院

目前**通常只认可融资人**

为

责任

承担主体

)。原价回购和现金补偿标准，仲裁庭对于资金的损失的认定，并不像法院明确上限为同期银行贷款利率的四倍，会结合案件损失方的实际情况进行自由裁量。