

## 目标公司发生清算事由对投资人退出的影响

作者：黄海 | 杜梦洋 | 郑伊然

近年来，大量企业经营不善，导致投资人和目标公司所签署投资协议项下约定的清算事由触发或与回购情形同时触发，然投资人实际要求清算或回购时，却面临诸多障碍。本文结合现行司法实践，就投资人退出的相关风险进行分析，供各方借鉴参考。

### 1. 如无特别约定，目标公司清算并不必然导致投资人丧失回购权

如发生清算事由，投资人同时行使回购权的，目标公司或创始股东常以公司解散清算为由进行抗辩，拒绝履行回购义务。但实际上目标公司进入清算程序并不必然影响投资人行使回购权。

实践中回购义务人通常分为两类：目标公司、创始股东。

- 如约定目标公司回购，根据《九民纪要》确立的审判规则，在目标公司未完成减资程序的情况下，投资人无权要求回购，因此实践中要求目标公司回购本身难度较大，如发生公司解散清算事由，再行要求公司减资更为困难，本文对该种情况不做过多分析。
- 如约定创始股东回购，通常情况下目标公司进行清算并不影响投资人行使回购权。但因《公司法》《破产法》等对公司清算存在特别规定，投资人在行权时仍需注意规避相关风险。

For more Llinks publications,  
please contact:

Publication@llinkslaw.com

如您需要了解我们的出版物,  
请联系:

Publication@llinkslaw.com

#### (1) 法律并未禁止在清算中公司的股权转让

现行法律并未明确禁止进入清算阶段公司的股权转让。2018年修订的《公司法》第一百八十六条规定，清算期间，公司存续，但不得开展与清算无关的经营活动（2024年7月1日生效的《公司法》保留了该条规定）。实践中，存在公司或创始股东主张股权转让与清算无关，因此投资人无权要求回购。

对于该问题,在(2020)粤民申 11917 号案件中,法院认为“管理人配合协助办理股权回购事宜亦属于结清、解决瑞晶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”。在(2023)粤 06 民终 4350 号中,法院亦支持了当事人要求回购已破产企业股权的诉求。因此,目标公司已进入清算程序并非拒绝回购的合法理由。

## (2) 目标公司管理人无权解除股东之间关于股权回购的约定

如目标公司进入破产清算,根据《破产法》规定,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。但如约定股东之间的回购义务,并不包含目标公司,则管理人无解除权,投资人仍然可以要求创始股东回购,(2020)粤民申 11917 号案亦确认了该观点。

## (3) 在目标公司完成注销后,投资人再行要求回购视为履行不能

在回购条件触发后,如投资人未及时行使回购权,目标公司清算后又注销的,存在回购标的灭失,回购权事实上履行不能的风险。在(2022)浙 04 民终 1193 号案件中,法院即认为目标公司已注销,投资人要求回购客观上履行不能,未支持投资人关于回购的诉求。

因此,目标公司清算并不必然阻碍投资人行使回购权,但建议在回购条件触发时,投资人尽快行权,尽早完成股权转让,以免目标公司注销导致回购权事实上履行不能。

## 2. 严格把关清算条款表述,避免投资人丧失回购权

在我们曾经办理过的一个案件中,投资协议约定的回购条件为“公司的公允价值低于 2 亿元人民币”,如该条件触发,则投资人有权要求创始股东回购。投资协议约定的清算条款为“在发生以下任一事由(“清算事由”)时,除非各方另有约定,本协议提前终止,且公司清算并解散: a)公司在任何会计年度内因不可抗力事件以外的原因遭受重大亏损,“重大亏损”指在该会计年度亏损额总计达到或超过公司上一会计年度净资产的 50%或公司注册资本的 50%……”

因目标公司经营不善、连年严重亏损,资不抵债,创始股东也放弃管理公司,投资协议约定的回购条件以及清算事由均触发。后投资人提起仲裁要求创始股东回购股权,而创始股东认为根据清算条款,投资协议已经终止,公司应解散清算,因此无需履行回购义务。

该案最终和解结案,但投资协议的相关约定对投资人的风险显而易见。建议起草投资协议条款时,考虑以下几点:

### (1) 明确要求清算为投资人的权利

除法定的清算事由外,如在投资协议中增加约定的清算事件,建议表述为当约定的清算事件发生时,投资人“有权”要求公司清算,而非公司“应当”进行清算,将要求公司清算约定为投资

人的权利而非必须配合清算的义务，避免一旦发生清算事件公司就应直接清算，造成不可控制的局面。

## (2) 注意清算条款与回购条款的相容性

在投资协议中约定具体的清算事件时，如目标公司发生重大亏损、无法经营等等，建议注意与回购条件是否重合，也即该同一事件是否导致回购条件以及清算条件同时触发。如存在该种可能，建议将要求回购以及清算均约定为投资人的权利，即投资人有权选择行使何种权利。同时尽量避免出现如发生清算事件则投资协议终止的表述，以免影响投资人回购权的行使。

## 3. 在目标公司章程中同步约定清算事件，以便投资人顺利退出

将于 2024 年 7 月 1 日实施的《公司法》第二百二十九条规定了公司的几种解散情形：(一)公司章程规定的营业期限届满或者公司章程规定的其他解散事由出现；(二)股东会决议解散；(三)因公司合并或者分立需要解散；(四)依法被吊销营业执照、责令关闭或者被撤销；(五)人民法院依照本法第二百三十一条的规定予以解散。

实践中，除前述法定解散事由外，投资协议中通常会约定其他解散清算事件，如目标公司在一定时间内遭受严重亏损、无法经营等等，但该等事件并未同步到公司章程中，也即投资协议与公司章程就公司清算事件的约定不一致，此时如投资人仅依据投资协议下的约定清算事件起诉解散公司、实现退出，可能存在障碍。

在(2020)沪 02 民终 782 号中，法院认为“经事实审查，摩洛哥公司(即目标公司)并未将当事人违反《投资协议》，致使投资目的无法实现作为解散公司的事由在公司章程中作出规定。《投资协议》仅为投资各方在成为公司股东前的内部约定，而公司章程在行政管理部门登记备案时起即具有对外公示效力，在《投资协议》约定内容未明确载入公司章程的情况下，投资方成为公司股东后，应首先受到公司章程和《公司法》规定的约束，而《投资协议》的约定并不当然与章程具有相同的效力，故股东不得以其他股东违反《投资协议》为由作为主张解散公司的依据……李安林主张解除摩洛哥公司既无公司章程规定为据，亦未提供充分证据证明公司已符合法定解散条件，故一审法院对其诉请不予支持合法有据”。

结合上述裁判观点以及相关法律规定，我们倾向认为公司的解散清算涉及对外债权债务的处理，应以具有对外公示效力的章程约定为准，在章程没有约定的情况下，投资人仅依据《投资协议》下的约定清算事件起诉要求强制解散公司风险较大。

因此，建议投资人将《投资协议》中约定的特殊解散清算情形同步落实在目标公司章程中，如届时发生相关情形，可依据《公司法》规定的“公司章程规定的其他解散事由出现”，要求解散公司，实现退出。

综上，股权投资中，相关各方通常都会对回购对赌等核心条款进行重点关注和谈判，但目标公司解散清算条款其实也是投资协议项下非常重要的条款，建议投资人在尊重各方商业谈判基础的前提下，严格把控相关条款表述，最大程度减小相关风险，实现项目顺利推出。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



黄海  
+86 755 3391 7688  
alex.huang@llinkslaw.com



杜梦洋  
+86 755 3391 7669  
candice.du@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: [master@llinkslaw.com](mailto:master@llinkslaw.com)

#### 上海

上海市银城中路 68 号  
时代金融中心 19 楼  
T: +86 21 3135 8666  
F: +86 21 3135 8600

#### 北京

北京市朝阳区光华东里 8 号  
中海广场中楼 30 层  
T: +86 10 5081 3888  
F: +86 10 5081 3866

#### 深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号  
中国华润大厦 18 楼  
T: +86 755 3391 7666  
F: +86 755 3391 7668

#### 香港

香港中环遮打道 18 号  
历山大厦 32 楼 3201 室  
T: +852 2592 1978  
F: +852 2868 0883

#### 伦敦

1/F, 3 More London Riverside  
London SE1 2RE  
T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 4323



[www.llinkslaw.com](http://www.llinkslaw.com)



Wechat: Llinkslaw

### 本土化资源 国际化视野

#### 免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2024