

来源 | 锦天城律师事务所郇海亮团队

前言

在投融资实务中，投资方与融资方从各自利益角度出发，往往会对同一投资行为的性质作出不同的认定，进而引发争议，而“明股实债”即是常见的争议之一。本文拟结合实务经验，尝试对“明股实债”涉及的法律问题进行梳理及分析，以供学习与交流。

一、股权投资与债权投资的区别

“明股实债”并非一个法律概念，现有法律、行政法规、司法解释中并无明确的规定。在私募投资基金监管过程中，中国证券投资基金业协会于2017年2月13日发布的《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》中，对“名股实债”有一个定义，该规范中所称的“名股实债”是指投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩，不是根据企业的投资收益或亏损进行分配，而是向投资者提供保本保收益承诺，根据约定定期向投资者支付固定收益，并在满足特定条件后由被投资企业赎回股权或者偿还本息的投资方式，常见形式包括回购、第三方收购、对赌、定期分红等。

鉴于该规范不属于法律法规、部门规章，仅系行业自律文件，且范围也限于私募投资基金对房地产开发企业的投资，因此，该规范不能作为认定“明股实债”的法律依据。

所谓“明股实债”，按照字面意思解释，即名为股权投资，实为债权投资，因此，认定“明股实债”还应当基于股权投资与债权投资的区别来分析。股权投资与债权投资作为实务中最为常见的投资方式，二者有本质上的区别，具体如下：

项目	股权投资	债权投资
适用法律	《公司法》	《民法典》
投资目的	通过受让股权或参与增资取得公司股权，成为公司股东	通过出借款项，获取利息
对外宣示	登记机关登记	不涉及
投资完成后可获得权利	《公司法》、《公司章程》规定的股东权利，如表决权、分红权、知情权、参与经营管理等	要求借款人按时偿还借款本金

投资完成后应履行的义务	按《公司章程》规定的时间缴纳认缴的出资，且不得抽逃出资	无
投资完成后可否参与公司经营管理	可以	不能
投资期限	无	可约定
投资收益	公司利润分配、出售股权，不固定，视公司经营情况	收取利息，固定收益；利率不得超过合同成立时一年期贷款市场报价利率四倍
是否承担公司经营风险	承担，以认缴出资为限 实收资本、资本公积、所有者权益	不承担 短期/长期借款、其他应付款、负债

公司财务处理

由上表可以看出，股权投资与债权投资在投资目的上有本质区别，其中股权投资目的系为了获得公司股权，享有股东权利；债权投资目的系为了获取固定收益，与公司经营情况无关。对于“明股实债”的认定，应结合股权投资与债权投资区别进行判断。

二、股权回购与“明股实债”

一般情况下，股权投资与债权投资是相对容易区分的，但在股权投资实务中，如存在股权回购、业绩补偿等特殊条款时，则容易产生“明股实债”认定的争议。

在股权投资过程中，投资方为保障自身利益，会与融资方签署股权回购、业绩补偿等特殊权利条款。在满足约定条件时，投资方有权要求融资方以事先约定的价格回购其持有的公司股权，股权回购价格一般以投资本金为基数加上事先约定的收益率来计算，这也是融资方主张投资方投资目的系为了获取固定收益，投资行为属于“明股实债”的主要理由。那么股权回购与“明股实债”的认定之间是否存在必然因果关系呢？答案是否定的，具体分析如下：

首先，股权回购的前提条件，系投资方已经获得了公司股权，即股权投资行为已经完成，包括工商变更登记、公司章程修改等事宜已办理完毕。如投资方尚未取得公

司股权，则不涉及股权回购的问题，其无权主张融资方进行股权回购。反之，如果投资方已经取得公司股权，则融资方再以“股权回购”为由主张“明股实债”，则与投资方作为公司股东的事实相悖。

其次，从投资目的来分析，投资方要求股权回购系基于其投资目的无法实现而提出的。一般情况下，投资方基于对公司发展前景的认可，愿意对公司股权投资，持有公司股权，最终目的系通过溢价出售股权而获得相应的投资收益，如公司上市后二级市场出售股票等。如公司未能上市或业绩未达标等，则投资方投资目的无法实现，则其有权要求公司股东回购其持有的公司股权。

再者，股权回购等对赌条款系股权投资实务中的常见条款，只要其内容不违法我国《公司法》的有关强制性规定，则原则上应认定为有效，以充分尊重当事人的意思自治。一旦发生约定情形，则投资方可以要求回购方按照约定价格、时间等回购其持有的公司股权。司法案例可参考最高人民法院（2020）最高法民申2759号民事裁定书、上海市高级人民法院（2020）沪民再29号民事判决书等。

最后，股权回购本质上属于股权转让行为，转让价格的确定属于当事人意思自治范畴，因此，虽然通常情况下股权回购价格的计算方式与债权投资固定收益的计算方式相似，但不能单纯据此为由而将投资者股权投资行为认定为“明股实债”。

此外，如发生约定需进行业绩补偿的情形，且投资方仅要求业绩补偿时，由于投资者仍以持有公司股权为目的，则不涉及“明股实债”认定的问题。

三、“明股实债”的后果

如基于股权投资与债权投资的区别及实际情况分析，将投资行为被认定为“明股实债”，那么将会涉及“明股”、“实债”效力的认定及后续相关主体权利义务的履行问题。

（一）股权投资行为无效及后续处理

我国《民法典》第一百四十六条规定：“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”。根据该规定，对“明股实债”的投资行为，因股权投资不属于当事人的真实意思表示，系虚假的意思表示，那么股权投资行为属于无效的法律行为，且自始没有法律约束力。

股权投资行为被认定为无效后，需要结合实际情况，依据我国《民法典》第一百五十六条“民事法律行为无效、被撤销或者确定不发生效力后，行为人因该行为取得

的财产，应当予以返还；不能返还或者没有必要返还的，应当折价补偿。有过错的一方应当赔偿对方由此所受到的损失；各方都有过错的，应当各自承担相应的责任。法律另有规定的，依照其规定”的相关规定，投资方需要返还已经取得的股权及其他财产，并可根据过错程度要求融资方赔偿损失。

针对投资方退还已取得的公司股权的问题，笔者认为需要根据之前取得方式进行办理，如系股权转让方式，则退还给原转让方，办理工商变更登记；如系参与增资方式，则应依据《公司法》的规定按照减资程序办理。

（二）债权投资行为的认定及后续处理

对认定为“明股实债”的投资行为，因股权投资不属于当事人的真实意思表示，债权投资系隐藏的意思表示，那么根据《民法典》第一百四十六条规定，需要结合相关法律规定来认定债权投资的行为的法律效力。

关于债权投资行为的效力，可根据《民法典》及《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“《民间借贷司法解释》”）进行认定分析，重点可参照《民间借贷司法解释》第十三条已列举的民间借贷合同无效几种情形。

如债权投资行为亦被认定为无效，那么我国《民法典》第一百五十六条的规定，融资方应当将已取得的投资款项返还给投资方，投资方可根据过错程度要求融资方赔偿损失。如债权投资行为系有效，那么投资方有权要求融资方返本付息，其中，利息部分不能超过合同成立时一年期贷款市场报价利率的四倍。

除上述情形外，一旦投资行为被认定为“明股实债”，还会存在其他方面的法律问题，比如股东资格确认、股东权利行使、公司股权变更登记、债权人及第三人利益保护等，需要结合投资协议的约定及协议实际履行情况，并根据与不同主体之间形成的不同的法律关系进行相应处理，意味着“明股实债”的认定可能会引发多个主体之间的多重争议。

四、“明股实债”投资方式的适用

在资产管理业务开展过程中，出于规避监管、对投资者保本保收益等原因，部分资产管理机构如信托、私募基金管理人，在对信托计划或私募基金产品管理运作时，会选择采用“明股实债”的方式进行对外投资。监管部门已注意到“明股实债”的潜在风险及可能存在的刚性兑付、规避监管等问题，出台了相应的限制措施，如本文提及的中国证券投资基金业协会发布的《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》等。

笔者认为，鉴于“明股实债”投资方式在一定程度上存在法律关系复杂、各主体权利义务交叉等问题，一旦发生争议，在寻求司法救济时，存在权利主张不被法院支持的风险，因此，不建议投资方选择“明股实债”的方式对外投资。

五、总结

“明股实债”的认定，关系着投资行为系股权投资还是债权投资，进而关系着投融资当事人之间实体权利义务的处理。因此，为防范法律风险，笔者建议投资方对外投资时，事先确定投资目的即要“股”还是“债”，然后再选择对应的投资方式，依法设置相应的投资条款，理顺投资方、融资方之间的法律关系，进而明确各自的权利义务。

声明：

本文仅供业内人士参考，不应被视为任何意义上的法律意见，也不代表作者所在机构观点。未经作者书面同意，不得用于其他目的。