案例1: “明股实债”纠纷案例

**A地产公司与B投资公司关于股权回购转让价款性质纠纷仲裁案**

**案例综述**[[1]](#footnote-0)**：**

“明股实债”是投融资实践中经常使用的一种操作模式。本案中，申请人A地产公司要求确认其与被申请人B投资公司之间约定的对C项目公司股权回购转让价款性质为债权，涉及到具有融资担保性质的股权投资如何界定法律性质的问题。

被申请人与申请人及其若干关联公司约定，被申请人通过设立专项资管计划，以购买C项目公司股权及受让该公司债权两种形式为C项目公司融资。约定条件满足后，申请人或其指定第三方应当按被申请人的出资额回购被申请人持有的C项目公司的股权。后双方因股权回购产生纠纷，申请人遂向华南国际经济贸易仲裁委员会提请仲裁。

双方争议的焦点是增资入股款是否为债权，或被申请人是否是C项目公司的股东。仲裁庭认为：首先，被申请人对C项目公司以增资形式入股，支付了增资款，履行了出资义务，并办理了工商变更登记，即成为C项目公司的合法股东；其次，入股与退出均属商业范畴，法律仅对商业活动的合法性予以评判，而对入股与退出的商业目的在所不问，本案中股权融资具有一定的担保性质，但是，具有一定的担保性质，并不能就确认其为一种担保措施，也不能改变该等融资为股权融资的本质；最后，增资款与回购款金额的约定与认定股东身份无关，回购款与增资款在金额上相等并不能证明股东没有承担股东风险。

**一、案情回顾**

2013年11月12日，申请人A地产公司及其关联的C项目公司、D公司、E公司与被申请人B投资公司共同签订了《合作协议》。该《合作协议》约定，为筹集资金用于某地产项目的开发建设，C项目公司拟通过被申请人设立专项资产管理计划（下称“资管计划”）进行融资。被申请人作为该资管计划的资产管理人，将募集的资金以对C项目公司增资入股和受让D公司对C项目公司的债权的方式对该项目进行投资。在资管计划的投资期限内，C项目公司应当支付资金占用费。投资期限届满，C项目公司应当偿还本金，申请人或其指定第三方应当按被申请人的出资额回购被申请人持有的C项目公司的股权。D公司以其持有的C项目公司51%股权为股权回购和债务偿还提供质押担保，申请人为债务偿还提供无限连带责任保证，E公司为股权回购和债务偿还提供无限连带责任保证。

同日，C项目公司、D公司与被申请人共同签订《增资协议》，约定被申请人向C项目公司增资2,882万元人民币（下同），用于项目的开发建设及偿还债务等；增资完成后，被申请人将取得C项目公司49%股权（下称“标的股权”），并向C项目公司委派1名董事。

同日，C项目公司、D公司与被申请人共同签订《债权转让合同》，约定D公司向被申请人转让 D公司对C项目公司拥有的债权，包括本金37,118万元以及对应的资金占用费。

同日，申请人与被申请人签订《股权回购合同》，约定资管计划成立之日起满24个月或资管计划到期之日、特定违约情况出现或者强制提前清偿条件满足时，申请人应当向被申请人支付回购价款，收购被申请人通过《增资协议》而取得的标的股权。

2014年1月28日，被申请人于是向C项目公司分别支付了28,820,000元投资款、215,480,000元债权转让款。

2014年3月4日，被申请人对C项目公司增资的工商变更登记办结。

2014年12月1日，被申请人与申请人、C项目公司、D公司、E公司共同签订《补充协议》，对《债权转让合同》以及各方之间的权利义务作出修订和补充约定。

申请人提出如下仲裁申请：

1. 裁决确认申请人与被申请人之间的《合作协议》和《股权回购合同》约定的股权回购转让价款性质为债权；

2. 裁决被申请人向申请人返还标的股权；

3. 裁决被申请人承担本案全部仲裁费用。

**二、双方观点**

**（一）申请人的观点**

1. 《增资协议》及《股权回购合同》均为主合同《合作协议》项下的从合同，仅为实现《合作协议》约定的4亿元融资目的的其中一项安排及担保措施，被申请人所谓的增资入股、持有标的股权、申请人支付2,282万元回购标的股权等安排，并非真实意义上的股权交易，均仅为融资的渠道及对被申请人的融资保障措施。故此，请求裁决确认《合作协议》及《股权回购合同》约定的股权回购转让价款性质为偿还融资款，即属于前述4亿元融资款项下的债权性质，而非股权交易款项。这是因为：

（1）增资款或回购款均是为达到被申请人形式上持有标的股权而根据注册资本金测算出来的数据，并未体现标的股权的真实价值，因C项目公司所持有的优质房地产开发项目，标的股权的实际价值远远超过其对应的注册资本金。增资款用途、性质与《债权转让合同》项下债权转让价款相一致，同样是用于项目开发建设及偿还项目债务，实质上均仅为融资资金。

（2）所谓的增资款2,882万元与其余融资款一样，均需向被申请人支付资金占用费，与股权投资性质相违背，可见其本质上就并非真实出资，而仅为融资资金。

（3）被申请人并非C项目公司的真正股东。

根据《公司法》及相关司法解释之规定，股东通过投资入股的方式参与公司运营并享有投资收益、承担投资风险，股东对公司进行股权投资应当是利润与风险并存的。但是，根据《股权回购合同》第3条之规定，在相关资管计划到期或发生《合作协议》、《债权转让合同》等项下违约事项时，被申请人有权要求申请人立即回购标的股权，并约定了相应的保证和股权质押等担保措施。由此可知，被申请人对C项目公司增资并非基于共享收益、共担风险之股权投资的目的，而是以增资为名行借贷之实，以期获得持续、稳定、固定的贷款利息，并于C项目公司经营出现风险时退出、收回贷款本金的债权安排。

此外，根据《合作协议》、《增资协议》等的相关约定，被申请人在支付投资款项后不参与C项目公司的具体运营和管理。虽然，被申请人按约定形式上委派了一名董事，但该等安排的核心目的也并非参与C项目公司的运营和管理，而仅仅在于保障被申请人融资资金安全的目的。

2. 在被申请人已经通过合作框架协议纠纷保障其全部的融资本金及资金占用费/收益等的情况下，被申请人应当依法返还标的股权。

《债权转让合同》、《增资协议》、《股权回购合同》等均是与《合作协议》同一天签订的，实际均为合作框架协议项下的从合同，必须合并作为一个整体一并处理。被申请人已通过提起合作框架协议纠纷的方式保障其收回全部融资款项及约定的融资收益/资金占用费等，却仍然可以继续持有标的股权、拒不返还申请人，甚至存在被申请人自行处分标的股权的法律风险，进而将导致申请人既需要偿还全部融资本金及利息，还存在标的股权被贱卖的巨大风险。这显然将导致对申请人非常不公平的情况，且也违背双方真实意思表示。

3. 申请人认为，被申请人亦认同，所谓增资款2,282万元实质也是资管计划募集资金总额4亿元项下的部分融资款项，否则，如仅作为C项目公司的股东，不需要任何证监会许可、备案。表明被申请人也事实上认同其并非真实股东，而仅为“明股实债”的关系。至于税务机关如何解读“明股实债”，仅仅是从税务管理角度的行政法律关系，其目的也仅仅在于征税，与本案民事法律关系无关，且无借鉴意义。

 **（二）被申请人的观点**

1. 申请人的仲裁请求存在错误，属于法律概念不清。

申请人的第一项仲裁请求为确认股权回购转让价款为债权。债权在法律上的含义是请求他人为或不为一定行为的权利，债权本身是一个大范围的概念。申请人请求把股权转让款的性质确认为债权，明显混淆了法律概念。

2. 申请人请求裁决被申请人返还股权，完全没有事实或法律依据，理由如下：

（1）被申请人采取增资入股的形式对C项目公司进行增资。被申请人支付了相应的资本注册金，取得相应的股权，符合法律的规定，也是公平合理的。

（2）被申请人持有的是C项目公司的股权，而不是申请人的股权，不存在向其返还股权的问题。被申请人也并非是从申请人处取得C项目公司的股权，也就不存在把股权返还给申请人的事实基础。

（3）根据《股权回购合同》的约定，申请人收购或者说受让股权，需支付相应的对价。申请人要求裁决被申请人直接向其返还股权，没有理由。

（4）申请人与被申请人签订了《股权回购合同》，是经双方协商一致自愿达成的协议，是双方真实意思表示，内容是合法有效的。根据《股权回购合同》第3.1条的约定，要求收购股权的权利主张人应当是被申请人，而不是申请人，申请人在该合同法律关系内是作为股权收购的义务主体。

3. 被申请人系经过证监会审核批准的合法主体，并且取得了开展相关业务的资质。本案涉及的项目《合作协议》，以及《增资协议》所关联的资管计划，经过了证监会行政审批，办理了备案登记，合法合规。被申请人通过资管计划，募集资金以增资入股的方式对C项目公司进行股权投资，符合我国法律法规和相关行业管理的规定。被申请人增资入股的资金，按照《增资协议》第2.2条的约定是全部进入C项目公司注册资本金的，并且根据法律法规办理了验资和工商变更登记，依法取得了C项目公司49%的股权。并且根据《增资协议》第6.1条的约定，被申请人也实际向C项目公司董事会派出了董事，行使了董事和股东权利。《增资协议》和C项目公司章程中没有任何被申请人不参加公司经营，不承担公司经营风险的约定，被申请人向C项目公司所投入的2,882万元，是股权投资款而不是借贷。退一步而言，根据相关税务机关的文件，即便是明股实债，也是一种有期限的股权投资，即亦是一种股权关系，并非债权。

被申请人向项目公司进行投资，按照《合作协议》的约定，分成两种投资形式，第一种是以增资入股的方式，增加资本注册金，另一种方式是受让C项目公司的公司债权，这两种投资形式，一种法律关系是增资扩股的法律关系，另一种法律关系是债权转让的法律关系。申请人一直试图混淆两种不同的法律关系，与事实不符。

4. 至于申请人提到的约定资金占用费，《补充协议》第八条的约定是基于该协议的第五、七、八条约定，而上述约定均指向了债权转让，也就是说无论资金占用费的计费基数如何，其性质都是基于双方此前的债权法律关系达成的，与增资和其后的股权受让没有关系。

**三、仲裁庭意见**

经全面审阅本案双方当事人提交的仲裁申请、证据、质证意见以及代理意见等材料，并结合庭审情况，归结起来，本案的争议焦点有以下三个，仲裁庭现逐一分析论述如下：

**（一）案涉合同约定的入股增资款在性质上是否为债权？或者，被申请人是否为C项目公司的股东？**

 本案中，C项目公司为房地产项目开发建设的融资需要，与被申请人开展交易。综合案涉交易合同的约定，被申请人以对C项目公司增资入股以及受让D公司对C项目公司的债权两种方式，提供项目所需资金。申请人为C项目公司的债务偿还提供无限连带保证，并有义务在约定的特定条件成就时支付转让价款、收购被申请人持有的标的股权。也即，根据交易安排，被申请人为C项目公司的股东以及债权人，申请人为担保人以及股权收购义务人。

 申请人称，回购款（增资款）在性质上属债权，被申请人非C项目公司的真实股东。归纳申请人的申请书、代理意见及审理过程中的主张，主要理由包括：增资款与债权受让款均用于项目的开发建设与债务偿还，用途一致；增资款与股权回购款金额相同，且仅依据C项目公司注册资本的比例计算得出，未反映相应股权的真实价值；C项目公司有义务对增资款向被申请人支付资金占用费，与债权本金无异，与股东的投资风险不符。由此可见，在申请人看来，被申请人退出时的股权回购款就是其入股时的增资款。

 仲裁庭认为，申请人的主张不能成立，理由有三：

 首先，对于公司股东身份的确定，我国《公司法》没有明确规定，但其第三十三条作了原则性规定：“有限责任公司应当置备股东名册，记载下列事项：（一）股东的姓名或者名称及住所；（二）股东的出资额；（三）出资证明书编号。记载于股东名册的股东，可以依股东名册主张行使股东权利。公司应当将股东的姓名或者名称及其出资额向公司登记机关登记；登记事项发生变更的，应当办理变更登记。未经登记或者变更登记的，不得对抗第三人。”该条第三款规定了登记事项发生时，公司有义务及时办理变更登记，并明确了登记的公示效力。本案不涉及股权代持情形，被申请人对C项目公司以增资形式入股，支付了增资款，履行了出资义务，并办理了工商变更登记，即在法律上成为C项目公司的股东。

 其次，入股与退出均属商业范畴，法律仅对商业活动的合法性予以评判，而对入股与退出的商业目的在所不问。本案争议涉及的融资包括债权融资和股权融资两部分。其中，股权融资的目的，实际是为了确保债权融资的借款人在还款期限届满时及时全面准确履行还款义务。从这个意义上看，案涉股权融资具有一定的担保性质，但是，具有一定的担保性质，并不能就确认其为一种担保措施，也不能改变该等融资为股权融资的本质。C项目公司的原股东以被稀释股权为代价，为C项目公司融入经营所必需的资金，乃正常的商业决策。在不违反法律强制性规定的前提下，入股与退出的安排、增资款与退出金额（回购款）的确定由当事人自由约定。增资款与回购款金额的约定与认定股东身份无关，回购款与增资款在金额上相等并不能证明股东没有承担股东风险。增资款汇入公司后成为公司的财产，其用途也与认定股东身份无关。平常股权转让交易中，买卖价款基于目标公司注册资本计算并非罕见。本案中增资款和回购款均由当事人协商约定，申请人也没有主张违法或可撤销、可变更情形。

 再次，仲裁庭注意到，《补充协议》第八条约定第一笔资金占用费对应的债务本金确实包含了增资款2,882万元。申请人主张增资款不应计收资金占用费。然而，提起本案仲裁时，申请人只请求确认股权回购款性质为债权，而非债权金额有误，本案争议非案涉交易的债权债务额的确定，仲裁庭的裁决不可超出申请人的请求，仅依法评判其请求成立与否。而且，由本会审理的案涉当事人债权债务纠纷在另案裁决中依据汇款事实认定债务本金为被申请人汇入的债权转让款215,480,000元，也就不存在申请人声称的过度保护被申请人利益的情形。

 综上，被申请人为C项目公司的股东，持有C项目公司49%股权。约定特定情形出现时，股权回购款于性质上不是债权。

**（二）被申请人应否向申请人返还标的股权？**

申请人称，整体考虑案涉合同，案涉交易实质上为融资交易，而非股权交易，被申请人并非C项目公司的真实股东；在被申请人已通过另案解决融资债权的情况下，被申请人应当将标的股权返还给申请人。否则，会导致过度保护被申请人的利益，于申请人不公平。

被申请人辩称，根据《股权回购合同》第3.1条的约定，被申请人在约定的条件成就后有权要求申请人履行股权收购义务。因此，双方的权利义务地位很明确，即被申请人拥有选择权，要求收购股权的权利主张人应当是被申请人而不是申请人，申请人在该合同法律关系内只是作为股权收购的义务主体，负有在约定的条件成就后，按照被申请人的要求承担收购股权并支付股权转让款的义务。

申请人的这一主张同样难以成立。理由如下：

首先，如前述，被申请人在履行出资义务后已经成为C项目公司的股东，且增资款在另案债权纠纷中未被含在债权本金中。

其次，退出（包括回购形式）属商业范畴，除非违反法律强制性规定。《股权回购合同》第3条约定了回购前提条件。该条约定：

“3.1 在转让方（指被申请人——仲裁庭注）已依法办理完毕相关投资入股事宜和全部法律手续成为C项目公司的合法股东后，在发生如下条件任何之一时，转让方有权要求受让方（指申请人——仲裁庭注）立即履行向转让方收购转让方持有的标的股权的义务：……

“3.2 如在本合同约定的时间内，转让方未能收到受让方按照本合同约定应支付的相应价款，则转让方有权将其持有的全部标的股权转让给任何第三人。若标的股权在30日内无法转让，或转让股权所得价款无法补足本合同约定的转让价款的，转让方有权行使本合同第5条约定的担保权利，直至转让方收回全部股权转让价款为止。”

上述两款约定为附条件条款。回购是在约定的特定情形（条件）发生后，被申请人享有的权利，申请人应承担的义务。既然权利享有方未提出请求，仲裁庭对义务承担方的主张不予分析。

而且，案涉股权不是被申请人从申请人处取得的，不存在返还的法律基础。

综上，被申请人不应向申请人返还标的股权。

当然，仲裁庭注意到，案涉股权投资2,282万元，实质上是4亿元额度融资交易项下的部分融资交易安排及相应的担保措施。因此，在申请人按照相关协议全面准确履行完毕义务以后，按照公平原则和相关协议约定，被申请人应当要求申请人履行收购案涉股份的义务。

**（三）被申请人应否承担本案全部仲裁费用？**

《合作协议》第14.2条约定违约方应当赔偿守约方因违约而遭受的全部损失（含仲裁费）。在协议约定不违法的情况下，仲裁庭优先适用协议约定。本案中，申请人的请求未获支持。根据申请人请求获得支持的程度，并综合考虑本案案情，仲裁庭认为由申请人承担本案仲裁费用并无不妥。

1. 本案仲裁庭：首席仲裁员黄辉先生，仲裁员王千华先生和陈涤先生。

 本案经办仲裁秘书：华南国际经济贸易仲裁委员会（深圳国际仲裁院）陈睿先生。 [↑](#footnote-ref-0)