

国有投资人的投资条款该如何量体裁衣？

（二）优先购买权

在上一篇文章《国有投资人的投资条款该如何量体裁衣？（一）国有投资人的范围》中，我们对“国有投资人”的范围进行了讨论和界定，本篇文章我们将讨论国有投资人适用优先购买权条款所面临的问题及条款建议。

一、什么是优先购买权？

优先购买权是指在标的企业的股东（“**转股股东**”）向标的企业股东以外的第三方转让其持有的标的企业的股权时，其他股东（“**优先购买权股东**”）有权在同等条件下享有优先购买权。优先购买权是《公司法》赋予股东的法定权利，也是投资、合资交易文件中经常涉及的股东权利之一。投资人之所以在投资交易中要求享有优先购买权，是为了保障该等投资人对发展较好的标的企业优先增持股权的权利和机会，同时也可以避免该等投资人持有的股权被动稀释。

在实践操作中，如存在两个及以上的股东决定行使优先购买权的，按照一般惯例，优先购买权股东通常按照其在标的企业的持股比例行使优先购买权，或者按照优先购买权股东之间的相对持股比例行使优先购买权。此外，有时交易文件中还会约定，在享有优先购买权的股东放弃行使优先购买权，导致尚有部分拟转让股权未能出售的情形下，已经行权的优先购买权股东有权购买剩余部分股权，即赋予优先购买权股东二次行权的权利。

就国有投资人而言，在讨论优先购买权时，需要区分两个角度，一个是国有投资人作为行权主体行使优先购买权，一个是国有投资人转让股权时其他股东行使优先购买权。下文将从这两个角度分别进行讨论。

二、国有投资人作为行权主体行使优先购买权

1. 国资评估和备案/核准

根据国务院国有资产监督管理委员会（“**国资委**”）于 2005 年 8 月 25 日发布并于 2005 年 9 月 1 日生效的《企业国有资产评估管理暂行办法》（国务院国有资产监督管理委员会令 第 12 号）（“**12 号令**”）的规定，非上市公司国有股东股权比例变动的，或国有企业收购非国有单位资产的，产权持有单位应当委托具有相应资质的资产评估机构对相关资产进行评估；且资产评估结果应当向主管国资监管部门办理备案/核准手续。因此，国有投资人行使优先购买权购买转股股东转让的股权的，需按照相关国资监管规定完成企业国有资产评估和备案/核准手续。

基于前述，在交易文件的条款设计上，可以要求标的企业、创始股东（为明确起见，包

北京市柯杰律师事务所

总机: 8610 6506 9866 传真: 8610 6506 9863

北京市朝阳区工体北路8号院三里屯SOHO写字楼C座18层(100027)

www.kejielaw.com

北京 | 上海 | 深圳 | 香港

括实际控制人，下同）以及届时标的企业的现有股东配合国有投资人完成对标的企业的资产评估和备案/核准手续。此外，考虑到实践中，企业国有资产评估和备案/核准需要花费较长时间，因而在行权期限上，建议国有投资人将行权期限相较于一般惯例予以延长，以满足国有投资人履行企业国有资产评估和备案/核准所需。

2. 交易价格

根据财政部于 2001 年 12 月 31 日发布的《国有资产评估管理若干问题的规定》（财政部令第 14 号，“**14 号令**”）（目前仍然有效）第十二条的规定，国有投资人发生依法应进行资产评估的经济行为时，应当以资产评估结果作为作价参考依据；实际交易价格与评估结果相差 10%以上的，国有投资人应就其差异原因向同级财政部门（集团公司或有关部门）做出书面说明。另据国资委 12 号令第 22 条规定，转让价格不得低于评估结果的 90%，否则应当经过原经济行为批准机构同意后，方可进行交易。但是，对于国有投资人购买股权的价格高于评估结果的情形，国有投资人是否需要履行审批或报告程序，12 号令未就此作出规定。

我们理解，首先，在国资委成立后，财政部仍然承担着金融类和文化类国有资产的出资人职责和监管职责，因此，对于属于财政部门主管的国有投资人而言，14 号令仍应当适用。其次，对于国资委主管的国有投资人而言，虽然 14 号令的发文主体为财政部而非国资委，但考虑到在国资委于 2003 年成立之前，主要负责国有资产管理的国有资产管理局是由财政部归口管理，而 14 号令发布于 2003 年之前，对于国有资产管理有普遍的适用效力。因此，在 12 号令未对交易价格高于评估结果该如何处理作出规定的情况下，14 号令关于实际交易价格与评估结果相差 10%以上如何处理的规定仍不能忽视。此外，企业国有资产评估的目的是避免因交易价格定价不公允而造成国有资产流失，如果允许交易价格与评估结果偏离过大，评估制度就失去了意义。因而，在实操过程中，从审慎角度出发，如果实际交易价格超过评估值的，特别是超过 10%以上的，建议国有投资人及时与主管的国资监管机构沟通处理方式。

三、国有投资人转让股权时其他股东行使优先购买权

优先购买权是《公司法》赋予股东的法定权利，因此，当国有投资人打算转让标的企业股权时，其他股东的优先购买权是无法回避的。考虑到国有投资人在国资监管方面的特殊要求，在国有投资人转让股权时其他股东优先购买权的行权机制如何设计，既可保证国有投资人合规退出，又可避免各方就国有投资人的股权转让产生争议，是国有投资人需要关注和思考的问题。

国有投资人转让股权时在国资监管方面的特殊要求主要涉及两个方面，一是需要进行企业国有资产评估及备案/核准，二是需要进场交易。根据国资委、财政部于 2016 年 6 月 14 日发布的《企业国有资产交易监督管理办法》（国资委、财政部令第 32 号，“**32 号令**”）第 12 条以及 12 号令第 4 条和第 6 条的规定，国有投资人对外转让其持有的标的企业的股权时，应当进行企业国有资产评估且资产评估结果应当向主管国资监管部门办理备案/核准手续。此外，根据 32 号令第 13 条和第 31 条，以及《中华人民共和国企业国有资产法》（主席令第五号）第 54 条的规定，除法律法规允许的个别可以协议转让的情形外，

国有投资人对外转让其持有的标的企业股权应通过产权市场公开进行，即必须进场交易。

对于企业国有资产评估和备案/核准问题，在上文“国有投资人作为行权主体行使优先购买权”部分已作出分析，在条款设计方面的处理方式与上文类似。对于进场交易，问题相对复杂，下文将重点进行分析。

1. 行使优先购买权是否必须要参与进场竞价¹交易程序？

根据国资相关规定，国有投资人转让股权应当进场交易，因此有一种观点认为，拟行使优先购买权的股东必须和其他潜在买方一样参与进场竞价交易程序，否则，即视为默示放弃行使优先购买权。我们认为，前述观点存在一定问题，需要分情形具体讨论。

(1) 情形一：交易文件未作特别约定

根据最高院于 2016 年公布的第 5 期公报案例（中静实业（集团）有限公司诉上海电力实业有限公司等股权转让纠纷案），该案的一审、终审法院认为优先购买权股东未参与进场交易的并不能视为其默示放弃行使优先购买权。原因有二：其一，优先购买权是《公司法》赋予股东的法定权利，《公司法》仅在第七十三条规定了法院强制执行程序中，优先购买权股东被通知后法定期间内不行权，视为放弃优先购买权，《公司法》及司法解释并未规定其他情形的失权程序；其二，不作为的默示效果只有在法律有规定或者当事人双方有约定的情况下，才可视为意思表示。故在各方未作约定的情况下，未进场交易不能视为默示放弃行使优先购买权。

我们认为，在交易文件中未作特别约定的情况下，如优先购买权股东未参与进场交易的，并不能视为其放弃行使优先购买权。除上述案例中阐明的原因外，其原因还在于：优先购买权的逻辑是在同等价格和其他条件下，优先购买权人可以优先选择购买；而进场交易的竞价是通过公开市场寻求对于国有投资人最有利的价格和交易条件，适用价高者得的原则。如果要求优先购买权股东必须进场竞价交易，适用价高者得的原则，这相当于剥夺了其享有的“同等条件”下的优先购买权。

(2) 情形二：交易文件中作出了特别约定

虽然上述最高院公报案例否定了未进场交易即视为默示放弃行使优先购买权的逻辑，但前述案例的核心要点是，交易文件未就进场交易和默示放弃行权进行特别约定。从各地相关司法案例来看，在交易文件作出特别约定的情况下，部分法院也会尊重交易文件²的约定，具体如下：

序号	交易文件约定	裁决结果	参考案例
1	约定拟转让股权通过交易所挂牌转让；优先购买权股东知悉但最终未进场。	部分法院认定视为放弃。	(2019)粤 0104 民初 40541 号
2	约定行权必须进场交易，不进场交易视为放弃优先购买权；优先购买权股东最终未进场。	部分法院认为在有明确约定的情形下，如没有按照约定执行，即视为放弃。	(2020)浙 0522 民初 2314 号

参考以上司法案例，我们认为，如交易文件明确约定优先购买权股东行使优先购买权的，必须参与进场交易，否则视为放弃行使优先购买权，该等约定属于优先购买权股东对其享有的优先性权利的处置和限制，应尊重当事人之间的意思自治。如优先购买权股东最终未参与进场交易，则应接受协议约定的后果，视为放弃行使优先购买权。

2. 进场交易与优先购买权的冲突及解决思路

如上文所分析，进场交易是竞价机制，与优先购买权的逻辑存在冲突。虽然理论上，在交易文件中可以约定不参与进场交易即视为放弃行使优先购买权，但由于竞价机制实质上改变了“同等条件”下优先购买权的逻辑，加重了优先购买权股东的行权门槛和负担，实践中优先购买权股东一般很难接受，谈判中很难达成一致。

就上述冲突问题，一些产权交易所（“产交所”）的交易规则已提供了解决方案和机制。以下仅以上海、北京、山东和西南产交所规则为例，进行简要介绍：

交易所	制度设计	行权方式
上海联合产权交易所有限公司、北京产权交易所	分为“场内行权”和“场外行权”。优先购买权股东可以选择任何一种行权方式。 ³	<ul style="list-style-type: none"> ■ 场内行权：优先购买权股东参与进场交易，提出受让申请，交纳交易保证金，但无需就每一轮竞价表态是否行使优先购买权；在其他竞买人竞争出最终价格后，优先购买权股东决定是否行权。 ■ 场外行权：优先购买权股东不参进场交易，无需交纳交易保证金，在其他竞买人竞争出最终价格后，国有投资人应通知优先购买权股东，优先购买权股东决定是否行权。
山东产权交易中心	分为“即时行权”和“最后行权”。由转让方和优先购买权股东协商选择，如协商不能达成一致的，优先购买权股东原则上按照即时行权方式行权。	<ul style="list-style-type: none"> ■ 即时行权：优先购买权股东全程参与进场交易程序，在其他竞买人每一轮报价后，优先购买权股东决定是否按此价格行使优先购买权，直至其他竞买人不再报价；优先购买权股东决定不行权的，其他竞买人成为最终受让方。 ■ 最后行权：优先购买权股东参与进场交易程序，待其他竞买人竞争出最终价格后，国有投资人应通知优先购买权股东，优先购买权股东决定是否行权。

交易所	制度设计	行权方式
西南产权联合交易所	分为“过程行权”、“半过程行权”和“结果行权”。由转让方和优先购买权股东协商选择，如协商不能达成一致的，按照“半过程行权”方式行权。	<ul style="list-style-type: none"> ■ 过程行权：优先购买权股东全程参与进场交易程序，在其他竞买人每一轮报价后，优先购买权股东决定是否按此价格行使优先购买权，直至其他竞买人不再报价；优先购买权股东决定不行权的，其他竞买人成为最终受让方。 ■ 半过程行权：优先购买权股东参与进场交易程序，待其他竞买人竞争出最终价格后，优先购买权股东与最高报价的竞买人在最高价格的基础上，由最高报价的竞买人再次报价（不限制报价次数）；在最高报价的竞买人每一轮报价后，优先购买权股东决定是否按此价格行使优先购买权，直至最高报价的竞买人不再报价；优先购买权股东决定不行权的，最高报价的竞买人成为最终受让方。 ■ 结果行权：先由其他竞买人进行竞价，竞价结束产生最终价格后，最高报价的竞买人可在不受加价幅度限制下一次性报出最终价格，优先购买权股东决定是否按照此价格行权。

3. 条款设计及行权流程上需要注意的问题

基于上文的讨论和分析，在交易文件条款设计及具体行权流程上，建议国有投资人注意和考虑以下问题：

(1) 结合或参考产交所的规则进行条款设计。

如果在交易文件谈判时，国有投资人已确定其未来转让标的企业的股权所适用的产交所，且该产交所就优先购买权如何行使已规定了较为明确的交易规则，则在交易文件中应结合产交所的规则进行条款设计，避免协议条款与产交所规则发生冲突，在未来行权时引发争议。而且，如果产交所规则中，优先购买权股东行权机制已较为明确和完善，交易文件中的条款设计或安排可以相对简化，例如可以仅约定“按照适用的产交所的交易规则行使优先购买权”。

如果在交易文件谈判时，尚无法确定未来国有投资人转让股权适用的产交所，或适用的产交所未就优先购买权的行权机制作出较为完善的规定，则可以参考行权机制相对完善的其他产交所规则，在交易文件中进行条款设计或补充约定。

(2) 转股通知需注意的问题。

通常而言，优先购买权条款会要求转股股东在转让股权之前向其他股东发出转股通知，并在转股通知中明确行权价格和条件。对于国有投资人而言，如采用上市场外行权或最后行权方式的，理论上也能够进场交易的竞价结果出来后，在转股通知中明确行权价格和条件。但实践中，国有投资人启动进场交易程序前，往

往需要其他股东提供一系列的配合。例如，一些产交所要求在申请挂牌转让前，转让方须提供其他股东同意国有投资人转让股权的证明文件、其他股东就是否放弃优先购买权等作出的股东会决议或说明等。因此，国有投资人需要在启动进场交易程序前，将股权转让事宜通知其他股东，以便其他股东提供配合和协助工作。考虑到前述因素，国有投资人与转股有关的通知应分阶段发出：

首先，在启动进场交易程序前向其他股东发出通知，告知拟转让股权的基本情况。除此之外，需注意在通知中强调本次转让的“同等条件”项下的转让价格、转让条件等均以进场交易后最终的成交结果为准，即“同等条件”应与进场竞价结果挂钩。此外，虽然此时通知中还无法明确转让价格和条件，但国有股东还是可在通知中要求其他股东表态是否行使优先购买权，以进行摸底。对于不行权的股东，可以在后续的程序中排除在外，以尽可能简化操作流程。

其次，对于拟行权股东，则应根据交易文件的约定或届时拟适用的产交所规则，进一步通知其行权的具体方式和程序，再根据行权的具体方式和程序，履行后续的通知义务。例如，如采用场内行权的，则国有投资人需要在产交所发布信息披露公告的同时，将场内行权的关键信息，如进场时间、交易条件、竞价规则等通知拟行权股东。如采用场外行权的，则国有投资人需要将场内竞价产生的最终报价结果通知拟行权股东，由其选择是否行权。

¹ 根据产交所规则，在进场交易过程中，转让方应发布信息披露公告并公开征集受让方，如果仅征集到一方，则该方成为受让方，这种情况下将不存在竞价过程。本文为方便分析，暂不讨论该种情形。

² 考虑到实际操作的复杂性，一般对于行使优先购买权的安排，可能会约定在投资、合资交易文件中，也可能会约定在标的公司章程中，还可能会约定在股转前的股东会决议中等。为方便本文分析，本文将以上文件统称为“交易文件”。

³ 根据《上海联合产权交易所有限公司股东行使优先购买权操作指引》第 6 条规定，转让方要求其他股东只能以场内行权方式行权的项目，应当取得标的公司所有未放弃优先购买权的其他股东的同意，或者向联交所就其要求其他股东只能场内行权作出自愿承担相应法律责任的书面承诺。即上海产权交易所规则明确了国有投资人有权要求优先购买权股东必须进场交易，但前提是需要取得优先购买权股东的同意，或向上海产权交易所作出自担责任的承诺。



本文作者为柯杰律师事务所张方（合伙人）、刘影，戚伟童。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的全面的研究。