

## 国有投资人的投资条款该如何量体裁衣？

### （三）共同出售权和拖售权

在上一篇文章《国有投资人的投资条款该如何量体裁衣？（二）优先购买权》中，我们就国有投资人适用优先购买权条款时面临的问题以及条款建议进行了讨论。本篇文章我们将聚焦于与优先购买权相伴而生的另外一项权利“共同出售权”，以及与共同出售权相对应的“拖售权”。就这两项权利条款针对国有投资人的适用问题及条款建议进行讨论。

#### 一、共同出售权

##### 1. 什么是共同出售权？

共同出售权（有时也称跟随出售权、随售权等）是指，标的企业的控股股东或创始股东向第三方转让其持有的标的企业股权时，在投资人股东未行使优先购买权的情况下，投资人股东可要求以相同的价格、条款和条件向买方出售其持有的全部或部分标的企业股权的权利。

共同出售权与优先购买权相伴生，但由于这两项权利的行权逻辑相冲突，因而投资人仅可择一行使。投资人投资一家企业，除了看好企业本身之外，往往也看重创始股东、核心团队带领企业走向成功的能力。如创始股东、核心团队中途退出，很可能对企业带来重大不利影响，也会影响投资人对企业的信心。为保障投资人的利益，可以在交易文件中约定共同出售权，以赋予投资人在创始股东、核心团队退出标的企业时选择同时退出的权利。在PE实操中，国有投资人行使共同出售权的情形与一般投资人相同。但需要注意的是，如果标的企业的控股股东或创始股东也是国有背景，属于国有控制企业，其一般不太会接受投资人的共同出售权。

##### 2. 国有投资人行使共同出售权需注意的问题

正如上一篇系列文章《国有投资人的投资条款该如何量体裁衣？（二）优先购买权》所述，如国有投资人转让标的企业股权，应委托具有相应资质的评估机构进行资产评估并履行评估结果备案/核准手续，转让价格应以经备案/核准的评估结果为基础确定，并在产权交易市场公开征集买方（但实操中大量存在的国有背景的合伙制私募基金是否需适用该等要求，目前尚存在一定争议，具体请见《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》中的讨论和分析）。但按照共同出售权的行权逻辑，创始股东一般会先行确定潜在买方以及交易价格、交易条件等。囿于国资监管的要求，国有投资人行使共同出售权将存在两重障碍：一方面，无法确保创始股东与潜在买方先行确定的交易价格不低于国资评估结果；另一方面，国有投资人也无法强制潜在买方进场交

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

易并参与竞价。即使交易文件中约定，标的企业和创始股东有义务促使潜在买方参与进场交易，但实操上也难以强制潜在买方做到。

基于上述行权障碍，在约定国有投资人的共同出售权的行权机制时，除要求标的企业、创始股东以及届时股东就国有投资人的评估和备案/核准手续履行配合、协助义务，并相应延长国有投资人行权期限外，可以考虑做出进一步的替代性安排。例如，在无法行使共同出售权的情况下，国有投资人可要求创始股东收购国有投资人原本要求共同出售的股权，以此来实现国有投资人股权退出的目的。在前述情形下，虽然创始股东对国有投资人股权的收购也需要进场交易，但相较于出售给第三方而言，在机制设计上相对容易一些。具体机制与国有投资人行使回购权相同。回购权的相关机制我们会在后续的文章中进一步探讨和介绍。

## 二、拖售权

### 1. 什么是拖售权？

拖售权（有时也称领售权、强制出售权等）通常指，当标的企业发生交易文件项下约定的拖售权触发情形时，经主要投资人（通常是每一轮的领投资方）或多数投资人（例如全体投资人持股比例的过半数，或每一轮投资人持股比例的过半数）和创始股东同意，可以要求标的企业的其他股东与主要投资人或多数投资人和创始股东一起，按照同一条件与价格，将标的企业整体出售给买方。拖售权的触发情形通常是有潜在买方愿意收购标的企业全部或大部分股权或资产，且对标的企业的估值不低于一定的门槛值（简称“**拖售门槛价格**”）。

除 IPO 外，标的企业被并购出售也是投资人退出的方式之一。在经济大环境下行周期的大背景下，IPO 退出愈发困难；再叠加近期 IPO 政策阶段性收紧，预计未来并购退出会成为投资人退出的重要方式之一。拖售权的目的是在于当标的企业有估值合适的并购出售机会，且在主要投资人或多数投资人、创始人都同意的情况下，其可以强制不同意的小股东一起参与出售，避免因小股东不同意而阻碍出售交易。就国有投资人而言，存在两种情况，一种是国有投资人作为拖售权人主动发起拖售交易，另一种是国有投资人作为被拖售股东被动参与拖售交易。下文将从这两个角度分别进行讨论。

### 2. 国有投资人作为拖售权人发起拖售交易

拖售权本身的行权逻辑是在确定潜在买方以及确定估值的前提下的整体出售，即潜在买方在一定估值的基础上向拖售权人发出收购要约，在双方确定收购交易后，由拖售权人拖拽小股东将标的企业整体出售给潜在买方。国有投资人作为拖售权人行使拖售权的情况下，其表现形式为国有投资人进行股权转让，根据国资监管规定的要求，既需要履行评估程序，据此确定挂牌底价，还需要进场交易，据此确定最终买方和最终交易价格。这看起来与一般的拖售权行权逻辑存在一定的冲突。但实操上可以解决，具体而言，可以有两种操作方式：

**方式一：**国有投资人“拖带”其他股东一起进场交易，即由国有投资人与其他股东一起进场交易，并整体启动拖售交易。如果有潜在买方愿意整体收购标的企业，且报价不低于拖售门槛价格，则经国有投资人要求，并经其他拖售权人同意，所有股东均应当与国有投资人一起参与进场交易，挂牌底价不低于拖售门槛价格和国资评估价格中的较高者。根据进场交易结果，如果潜在买方最终竞得股权，则与潜在买方按照进场交易确定的最终价格成交；如果由其他第三方最终竞得股权，则与该第三方按照进场交易确定的最终价格成交。这一条款安排虽然比较“强势”，但除了给其他股东增加进场交易程序上的“麻烦”之外，并未增加其他股东的负担或减损其他股东的利益，而且通过进场交易的公开竞价程序，理论上还可以将整体出售的估值和价格更大化。但需要注意的是，潜在买方是否接受该种安排存在较大不确定性。相较于场外交易而言，在“价高者得”的场内竞价模式下，潜在买方可能付出了精力、时间和费用等成本，但最终无法按照原来的意向价格竞得股权。因此，如采用该种方式，国有投资人需与潜在买方在商谈拖售交易时做好提前沟通与协调。

**方式二：**将评估和进场交易作为拖售交易的“前置程序”，即先由国有投资人进场交易，后整体启动拖售交易。拖售交易发起的前提可以是，国有投资人先自行就其所持标的企业的股权完成国有资产评估和进场交易程序，并确定最终买方和最终交易价格。在确定最终买方和最终交易价格后，只要最终交易价格不低于拖售门槛价格，即可启动拖售交易，从而与一般的拖售权程序相衔接。

具体到交易条款设计上，作为“前置程序”，可以由国有投资人在实操上进行把握，待完成后发起拖售交易，而无需在交易条款上特别约定。当然，国有投资人也可以选择将“前置程序”纳入拖售权条款中，即国有投资人有权启动自身所持标的企业股权的评估和进场交易程序，其他股东应当配合。待通过“前置程序”确定最终买方和最终交易价格后，经其他拖售权人同意，国有投资人可发起拖售交易，其他股东有义务按照同等价格和条件向最终买方出售股权。

需要注意的是，因为国有投资人进场交易挂牌的股权仅是国有投资人自身所持标的企业的股权，但启动拖售交易后，最终买方要购买的还有其他股东的股权。此外，最终买方和最终交易价格还需要经过其他拖售权人的认可才能启动拖售交易。因此，为了避免国有投资人和最终买方之间产生争议，在国有投资人进场交易公告中需要注意明确，(i)国有产权的出售属于行使拖售权的一部分，如果拖售交易启动，最终买方除需要购买国有投资人的股权外，还需购买其他股东的股权；(ii)最终买方在竞得股权后，拖售交易最终的完成，还需受制于其他拖售权人的同意。

### 3. 国有投资人作为被拖售对象被动参与拖售交易

国有投资人作为被拖售对象被动参与拖售交易，其表现形式仍为国有投资人进行股权转让，因此同样面对上文所述的国资监管要求与拖售权行权逻辑相冲突的问题。但与国有投资人作为拖售权人主动发起拖售交易情形不同的是，在国有投资人被动参与拖售交易情形下，国有投资人是履行“被拖售义务”而非行使“拖售”权利，无法像作为拖售权人一样，要求所有股东进场交易或将评估

和进场交易作为启动拖售交易的前置程序。因此，在国资监管要求与拖售权行权逻辑相冲突的情况下，国有投资人可能无法配合履行拖售义务，进而可能存在违反交易文件约定的风险。

因此，对于交易文件中的拖售权条款，如果国有投资人存在作为被拖售对象被动参与拖售交易的情况，需要做出特殊约定，具体而言有以下两种处理方式：

**方式一：**约定拖售对象不得包括国有投资人；

**方式二：**如国有投资人必须包含在被拖售对象范围内，拖售权发起方须确保潜在买方同意按照国资监管要求履行相关出售程序，包括参与进场交易，且最终交易价格或潜在买方参与进场交易后的初次报价，不得低于拖售门槛价格与国资评估价格中的较高者，否则国有投资人无需履行被拖售义务，也无需承担任何违约责任。如潜在买方参与进场交易，但存在其他第三方报价且高于潜在买方报价，同时潜在买方选择不继续参与竞价，则应按照价高者得的方式确定最终买方，即国有投资人无义务出售给潜在买方。

当然，实践中受制于交易中的谈判地位，在有些情况下以上两种方式可能均无法在交易文件中做出约定。此时，可以考虑在条款上仅做出原则性约定，即国有投资人履行拖售条款下的义务应当以遵守和不违反国资监管规则为前提，从而为国有投资人提供一定程度的兜底性的保护。



本文作者为柯杰律师事务所张方（合伙人）、刘影。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研究。