

朱永春、陶媛园（中伦律师事务所）

拖售权条款是风险投资领域中较为普遍的一种投资人保护措施。随着风险投资交易的发展，拖售权在实践中逐渐被越来越多的投资人采用。在曾引起广泛关注的一些大型交易中，如张兰从俏江南出局事件、阿里巴巴收购饿了么以及美团收购摩拜等，均涉及投资人通过行使拖售权要求其他股东配合收购行动，从而最终实现整体收购的目的。本文中，笔者将对拖售权的基本原理、条款设计要点、中国法下的应用等事项予以讨论。

一、拖售权的定义及由来

拖售权（Drag-along right），又称领售权、强制出售权。顾名思义，该权利就是能够拖着别人（即便其可能并不情愿）出售股份的权利，具体而言：当满足约定的条件时，享有拖售权的股东（“拖售权股东”）在将自己所持有的股份出售给潜在买方的时候，有权强制其他股东与自己以相同的价格和同等的条件一同向第三方出售股份（或者，在拟议收购未采取股权收购的情形下，有权强制其他股东配合完成该等交易）。在公司的股东数量较多的情况下，通过拖售权条款的设置，拖售权股东（通常为持股比例较高的投资人及/或创始人）也可以强制其他异议小股东配合对外出售行动，避免异议小股东阻挠整体出售公司的交易。作为实现退出的途径之一，拖售权通常导致公司易主，往往也会触发优先清算权，对公司及其股东均影响重大。

二、拖售权条款的设计

1. 拖售权的发起人

作为一项投资人享有的特殊权利，在最为典型的拖售权条款中，拖售权的发起人一般是享有优先权的投资人。一般来说，为确保拖售权的顺利执行，投资人通常希望自己单独拥有拖售权；但由于拖售权的潜在重大影响，最终谈定的拖售权条款往往不仅是投资人的专属权利，而是由持股达到一定比例的普通股股东（其通常为创始人）以及持有一定比例（通常为半数或2/3）以上的优先股股东（代表持股比例较高的投资人之利益）共同同意方可发起拖售；在公司已进行数轮融资的情况下，亦

有可能设置各轮次投资人分别同意（同样基于一定持股比例）方可拖售的机制。除此以外，部分情形下也存在要求需取得董事会的同意才可发起拖售的约定；值得注意的是，如果创始人在董事会中拥有较强的掌控力，取得董事会的同意无疑将成为创始人限制投资人行使拖售权的重要砝码。

2. 触发条件与限制条件

具体到拖售权条款的设计方面，投资人和创始人、公司通常主要关注的问题包括：

(1) 时间条件：拖售权条款经常会要求拖售权股东仅能在融资交割后的一段时间（如3-5年）后，方可要求行使拖售权。随着公司后续融资的进展，该期限的起始点亦有可能不断相应推延；

(2)

触发交

易条件：常规

而言，触发拖售权的前提是

有第三方决定收购公司（“拖售交易

”），包括对公司全部或实质性全部的股份、资产、业务的收购，或实施其他导致公司控制权发生变更的重组、合并等形式的交易；

(3) 估值条件：拖售权条款通常要求拟议收购方对公司的估值需满足预定金额要求，该预定金额既可体现为公司融资估值增长的动态数值，也可体现为一个各方事先认可的固定金额（“拖售权触发估值”）。

从创始人的角度，我们通常建议创始人在与投资人谈判确定拖售权触发估值时对具体金额予以谨慎考虑。如上文所述，因拖售权的触发交易可能同时构成“视同清算”的情形，拖售权的行使相应可能触发另一条投资人权利，即优先清算权（关于该条款，请见我们此前在《风险投资条款系列解读|优先清算权条款》一文中进行的介绍），届时各轮次投资人将有权优先于创始人获得回报。若不对拖售交易的估值进行限定、或拖售权触发估值之金额定得过低，将有可能发生公司整体以较低的价格被出售，进而导致在投资人拿走优先清算款项后创始人“净身出户”的情况。

(4) 收购方限定：有些拖售权条款中会对拖售权交易中的拟议收购方进行预先限制

或排除（如排除竞争对手），即设定转让对象黑名单。此外，对持股比例较高的、拥有拖售权的投资人，有时也会考虑对其关联方作为收购方进行一定的限制或排除，以防止投资人的关联方利用拖售权以高于拖售权触发估值但低于市场价格的对价收购公司。

3. 出售义务

若拖售权股东决定行使拖售权，被拖售人在接到通知后应对拖售交易予以同意，并有义务在拖售交易为股份收购交易的情况下一并出售其持有的股份。为避免被拖售人不配合出售行动，有些拖售权条款会要求被拖售人事先签署好相关文件或作出相应授权，委托拖售发起人出售其股权；或者约定如果一定时间内被拖售人不签署文件，则视为授权有关董事代表其签署所有文件（在阿里巴巴收购饿了么的交易中，饿了么品牌的运营实体Rajax Holding的董事即享有可代表未书面同意收购交易的股东签署交易文件的权利，并实际上通过行使该权利确保该次收购的完成）。而在其他情形下，虽未采取前述授权方式，但在交易文件中约定拒绝配合的股东应按照同样条件接盘的安排也较为常见，即：若被拖售人未配合完成拖售交易，则其将有义务以不劣于拖售权交易的条款和条件收购拖售权股东持有的公司股权。

三、拖售权条款在中国法下的应用

尽管拖售权条款在风险投资领域属常规条款，但其最早源于美国，引入我国后，该条款在我国法律项下的适用性存在一定“水土不服”，例如：

1. 决议效力

根据我国《公司法》相关规定，公司股东会作出修改公司章程、公司合并等决议，必须经过代表三分之二表决权的股东通过；而在行使拖售权的行下，拖售权股东可能达不到三分之二的比例。此种情况下，即使有拖售权条款，若被拖售的股东拒绝配合签署有关交易文件及/或决议文件，即使交易文件中约定完备程序，在办理公司变更登记时，主管的市场监督管理部门仍然很有可能拒绝办理公司的变更登记手续（实践中，对于重大股权变更交易，部分地方市场监督管理局甚至可能仅在全体股东均明确同意后方予以办理）。因此，有关各方在谈判交易文件时，应注意在交易文件中明确约定被拖售股东负有配合拖售权执行的义务，亦可考虑事先安排股东签

署有关决议文件并将该等文件予以适当监管等预防性措施。

2. 优先购买权

根据我国《公司法》规定，股东向股东以外的人转让股权，应当经其他股东过半数同意，且其他股东拥有同等条件下的优先购买权。前述约定对于拖售权的行权安排可能构成一定冲突。就此，鉴于《公司法》允许公司章程对股权转让做出自由约定，相关方在起草公司章程等交易文件中应对该情形予以关注。

此外，对于创始人而言，若创始人希望尽量避免其多年经营的公司被出售给其不认可的第三方，亦可考虑从优先购买权的角度入手，要求在拖售权触发时享有优先购买权，即有权在拖售交易完成之前以同等的条件收购优先拖售权股东持有的公司股权。若创始人能够找到足够的资金，该等安排可为创始人留有一定余地，不至于落得被迫出局的境地。

3. 国资问题

按照我国法律规定，企业国有资产交易受制于特殊的监管规定，包括但不限于资产评估、国资主管部门的批准/备案、进场交易等要求。就拖售权而言，若涉及国有股东（特别是若被拖售的股东中包括国有股东），拖售权可能难以直接按照协议条款执行，其行使（包括对价、转让程序、时间表等诸多方面）均有可能因国资监管要求而受到实质影响。对于包含国资背景股东的公司，相关方在谈判确定交易文件时，建议不要直接沿用市场上惯常采取的拖售权条款，而是应结合具体的国资要求对是否可设置拖售权、如何确保拖售权具备一定可执行性进行个案分析与判断。

四、结语

从投资人的角度出发，风险投资的最终目的在于实现顺利退出，而退出的重要渠道之一即为被第三方按照满意的估值予以收购。一般而言，公司整体出售对潜在收购方的吸引力远远大于投资人持有的少数股权的出售，拖售权相较于投资人自由转股权而言自然拥有别样魅力。虽然投资人的商业意图（实现顺利退出）似乎和创始人的利益核心（稳定控制权，避免被强制要求出售股份）相悖，但实际上，随着公司

融资进程的不断推进，重要投资人与创始人在该条款上亦可能经历从互相对抗（初期往往由创始人作为被拖售对象）到共同进退（此时转由双方共同作为拖售权股东，而持股比例较低的其他少数投资人成为被拖售对象）的演变。因此拖售权条款的内容也不应一成不变，而应当根据公司的发展阶段、融资阶段以及投资人和创始人的具体情形综合判断。但鉴于拖售权的行使通常触发优先清算权，而创始人一般均劣后于任何投资人收回清算收益，创始人在谈判确定交易文件时，应结合各项条款综合判断，避免处于被动局面甚至净身出户的不利情形。