

投融资争议解决系列（二） — 投资人特殊权利条款的司法实践（上）

作者：刘静 | 齐瀚葳¹

在股权投资中，除了最为常见的对赌条款外，投资人一方为了保障自身投资权益的实现，往往还会希望设置一系列特殊权利条款，规避信息不对称所带来的投资风险。实践中，常见的关键条款包括：（1）防止投资权益被稀释，保障投资人投资比例的条款，如反稀释权、优先认购权、优先购买权；（2）保证投资者退出权益的条款，如领售权条款、随售权条款；（3）保障投资者对目标公司经营过程中必要权益的，如否决权条款、优先分红权条款。

整体而言，涉及上述特殊权利条款具体可查的司法实践相对较少，但该等条款在境内外投融资项目中的应用日益广泛，且部分条款涉及的法律问题较为复杂，不乏产生更多争议的可能。

有鉴于此，为便于交易各方理解投资人特殊权利条款的内涵、效力和可执行性，我们将结合商业及司法实践经验对上述特殊权利条款进行逐一分析、解读，以供大家参考。由于所涉条款较多，我们将分为上下两期进行分享，本期重点解读防止投资权益稀释类条款和保障退出权益类条款。

一、防止投资权益稀释类条款

尽管目标公司的经营发展客观上具有高度的不确定性，但至少投资阶段，投资人所选择的投资对象应是其认为具有较好商业前景的公司。因此，投资人首先考虑的问题之一是如何保障其具有维持或扩大自身投资份额的权利，即防止自身投资权益稀释。此类型的常见条款包括：

（一）反稀释权条款

反稀释权条款的商业意义：反稀释权是指在公司发生降价融资时，前轮投资方有权要求按照事先约定的公式调整其原始投资的每股单价，使其可以按照调整后的每股单价获得更多的股份，避免前轮投资人的投资比例因后轮投资人的低价加入而被稀释。

¹ 实习生宋攀对本文写作亦有贡献。

反稀释权条款的效力：在境内实践中，反稀释权条款通常系投资人与创始股东之间的特别约定，不涉及目标公司和其他股东的直接利益，且该条款对投资人的保障合理，不存在显失公平的情形。因此，约定反稀释权条款本身并不存在无效事由，司法实践中也已有案例对其效力进行了较为明确的认可。

如（2019）京03民终6335号案件中，该案虽未直接涉及反稀释权的行使，但上诉人（原审被告）抗辩称案涉《增资协议》因包含股权同售权、反稀释、优先清算权等条款，违反全国中小企业股份转让系统发布的相关规则，整体应属无效。北京市第三中级人民法院在论证中指出：“根据案涉《增资协议》中第十四条反稀释条款的约定，各方之间就目标公司的融资、股权激励等的限制时间均限定在‘完成本次增资后，标的公司新三板挂牌/上市前’，并不违反法律法规的强制性规定”，认可了反稀释权条款的效力。

反稀释权的行使：实践中，反稀释条款的履行方式主要包括：（1）由创始股东以名义对价向投资人转让部分股权；（2）由目标公司向投资人增发新股，如果投资人为此额外支付了增资款或实缴出资款，则由创始股东/目标公司向投资人进行现金补偿。

就反稀释权的具体行使方式，目前暂无公开案件进行讨论，我们认为反稀释权的行使与对赌条款具有一定的相似之处，同样应当区分不同的履行主体和方式进行讨论：

1. **在约定创始股东以名义对价向投资人转让部分股权的方式下**，由于该方案仅涉及创始股东与投资人双方权益的调整，在投资文件约定的反稀释权条款能够明确界定创始股东应向投资人转让股权的数量、价格等基本条件的情况下，即便创始股东不愿意配合，投资人也应有权利要求法院强制按照投资文件之约定强制执行创始股东的股权。
2. **在约定由目标公司向投资人增发新股，并由创始股东/目标公司对投资人多支付的增资款进行现金补偿的方式下**，我们认为，如果目标公司能够作出向投资人增发新股的决议，则要求创始股东承担现金补偿义务不存在问题，要求目标公司承担现金补偿义务则与目标公司在对赌协议中承担金钱补偿义务类似，需根据《公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”和第166条关于利润分配的强制性规定进行审查。

需要进一步说明的是，前述第2种方式的前提条件是目标公司能够作出向投资人增发新股的增资决议，而该决议很可能需要创始股东及其他股东的配合。在目标公司未作出增资决议的情形下，由于法院通常认为公司增资系公司经营决策事项，司法通常会避免进行强制干预，如（2015）昆民五终字第44号民事判决书中，昆明市中级人民法院即指出：“增资扩股行为系其内部经营决策合意的结果，在不违反相关强制性法律法规的前提下，公司具体的增资方式、增资对象、增资数额、增资价款等均由其股东会决议并遵照执行”。因此，在目标公司未作出有效增资决议的情形下，投资人按照反稀释权条款要求获得新增股权及相应的金钱补偿的请求可能均难以得到支持。

（二）优先认购权条款

优先认购权条款的商业意义：优先认购权是在公司增加注册资本或发行新股时，特定股东优先于其他股东和第三方认购该等新增股权份额的权利，其目的主要保证投资人在目标公司的股权比例不因公司未来的融资而被稀释。

相比于《公司法》第34条规定的法定“优先认购权”，投资文件约定的优先认购权更具有灵活性，且往往会考虑赋予投资人更具优先性（优于其他股东）的认购选择权以及超额认购的选择权（即在部分股东放弃认购的条件下，允许其他股东增加认购比例）等。

优先认购权条款的效力：《公司法》第 34 条规定：“股东按照实缴的出资比例分取红利；公司新增资本时，股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。但是，**全体股东约定不按照出资比例分取红利或者不按照出资比例优先认缴出资的除外。**”

根据该条规定，在**全体股东同意**的情况下，投资人有权以约定的方式修改优先认购权的行使比例、方式，法院一般会予以认可。如对于超额认购权的效力问题，在（2009）民二终字第 3 号案例中，最高人民法院即指出：“有限责任公司的股东会完全可以有权决定将此类事情及可能引起争议的决断方式交由公司章程规定，从而依据公司章程规定方式作出决议，**当然也可以包括股东对其他股东放弃的认缴出资有无优先认购权问题，该决议不存在违反法律强行规范问题，决议是有效力的，股东必须遵循**”，从而支持了希望行使超额认购权的股东之主张。

优先认购权的行使：由于公司增资是法定必须经股东会决议进行的事项，故无论法定还是约定的优先认购权，均应在股东会讨论、表决增资方案的过程中行使。

如投资人的优先认购权受到了侵害，即说明股东会强行通过了损害投资人优先认购权的决议，则：

1. 如果增资决议同时违反了《公司法》第 34 条关于法定优先认购权的规定，则该股东会决议符合《公司法》第 22 条规定的“决议内容违反法律、行政法规”的情形，投资人可直接请求确认决议无效并主张行使优先认购权。如（2010）民提字第 48 号案件中，目标公司在持有股权比例 20.03% 的股东明确表示反对的情况下，未给予该等股东优先认缴出资的选择权，径行以股权多数决的方式通过了由股东以外的第三人出资认购全部新增股份的决议。最高院认定该决议内容侵犯股东按照各自的出资比例优先认缴新增资本的权利，应属无效。
2. 如果增资决议仅违反投资文件或公司章程对优先认购权的特别约定，但未违反法定优先认购权，则该股东会决议符合《公司法》第 22 条规定的“决议内容违反公司章程”之情形，投资人可主张撤销该决议。

值得进一步注意的是，虽然投资人享有优先认购权，但善意的新加入股东的权益同样值得保护，故法院一般对投资人行使优先认购权的期间进行一定限制，投资人应在了解其优先认购权受到侵害后尽快提起诉讼。如前述（2010）民提字第 48 号案件中，最高法院虽然认为公司决议侵害了原告股东的优先认购权而无效，但也认定原告股东并未积极主张权利，导致股权变更已经完成且争议股权的价值发生较大变化。如果此时允许原告股东行使优先认购权，将导致已稳定的法律关系遭到破坏，因此未支持原告行使优先认购权取得相应股权的请求。

（三）优先购买权条款

优先购买权条款的商业意义：优先购买权是指在特定股东拟转让其公司股权时，投资人在同等条件下优先购买该拟转让股权的权利，其主要目的是限制创始股东的股权转让，同时可以增加投资人在公司中的持股比例。

与《公司法》第 71 条规定的法定优先购买权不同的是，法定优先购买权仅适用于有限责任公司且适用于公司全体股东，如果多个股东均想要行使优先购买权，如无法协商一致，则只能按各自的出资比例行使。而投资文件约定的优先购买权同样可以更具灵活性，较典型的如赋予投资人**优于其他股东**主张优先购买权，进一步加强了投资人扩大持股比例的权利。

优先购买权条款的效力：《公司法》第 71 条第 4 款规定：“**公司章程对股权转让另有规定的，从其规定**”。根据该条约定，在公司章程约定或全体股东同意的情况下，只要投资协议对优先购买权条款的

设计不存在极端不合理的情形（如严格禁止所有股东对外转让股权）外，法院基本认可对优先购买权进行自由约定。

比如，在（2021）沪 0104 民初 31453 号案件中，投资人在《增资扩股协议》约定了“优先于非出售股权的其他股东及其他外部投资者”的优先购买权，该案例虽然不是与行使优先购买权直接相关的案件，但法院在说理过程中指出该条款系投资人股东权利的约定，且整体认定“系争《增资扩股协议》系各方当事人真实意思的表示，各方均应切实履行”，间接认可了该条款的效力。

优先购买权的行使：与法定优先购买权行使方式一致，投资人需要注意股权转让的“同等条件”（《公司法解释（四）》第 18 条），优先购买权的行权期间问题（《公司法解释（四）》第 19 条），确保有效行使其优先购买权。

在优先购买权被侵害的情况下，投资人仍有权通过诉讼方式行使其优先购买权，但需要注意如下问题：

1. 投资人原则上不能单独主张确认转让股东与外部投资者签订的股权转让协议无效，而必须同时主张在同等条件下优先购买拟转让股权

对于侵犯优先购买权的股权转让合同的效力问题，《九民纪要》第 9 条明确仅侵犯优先购买权本身不足以影响合同效力，如无其他影响合同效力的事由，应当认定有效；但其他股东行使优先购买权的，股东以外的股权受让人关于继续履行股权转让合同的请求不能得到支持。

根据该条规定，司法实践中一般认为，除非涉及恶意串通损害第三人利益等合同无效事由，则投资人股东只能主张行使优先购买权，而不能仅请求确认转让股东与外部投资者的股权转让合同无效。如（2022）粤 18 民终 2026 号案件中，法院先是认定转让股东与外部投资者签订的股权转让合同合法有效，再指出该股权转让合同侵犯了原告的优先购买权，原告有权主张按照同等条件优先购买该转让股权。由于原告未主张行使优先购买权，法院对其确认股权转让合同无效的诉求不予支持。

2. 投资人需注意主张优先购买权救济的期限限制

与前述优先认购权部分类似，投资人的优先购买权同样涉及与善意外部投资者的保护及公司股权结构稳定性冲突的问题，因而同样有必要对投资人主张救济的期限予以限制。就此，《公司法解释（四）》第 21 条但书部分明确规定：“其他股东自知道或者应当知道行使优先购买权的同等条件之日起三十日内没有主张，或者自股权变更登记之日起超过一年的除外”。

基于该条规定，司法实践对优先购买权行使期限的要求实际上较为严格，投资人应当特别注意。如（2022）京 03 民终 3351 号中，法院认为原告此前收到了转让股东与外部投资者的成交文件，此时原告应了解行使购买权的同等条件，原告提起诉讼的时间距此远超过 30 日，故对原告的诉请不予支持。

二、保障投资人退出权益类条款

股权投资中投资人的主要退出途径包括 IPO 上市退出，整体收购退出、创始人回购退出、对外转让退出以及公司清算退出五类。其中，上市退出和整体收购退出适用于目标公司经营发展较好的情况，回购退出和清算退出分别对于回购条款和公司清算的法定流程，故本文主要分析在对外转让股权退出的方式中，保障投资人退出利益的条款。

（一）领售权条款

领售权条款的商业意义：领售权（也称拖售权）是赋予投资人在特定条件下要求其他股东一起完成整体出售的权利。整体出售意味着投资人能够将公司全部或大多数的股权/资产转让给拟收购的第三方，实现目标公司控制权的转让。设置领售权条款的原因在于公司整体出售和仅部分股权转让对收购方的意义不同，领售权条款能够实现整体转让意味着投资人在退出寻求第三方收购的过程中具备更优的谈判条件（控制权溢价）。

领售权条款的效力：虽然我国公开可查的司法案例中暂无涉及领售权条款效力的直接讨论，但由于领售权条款本身属于公司股东之间权利义务关系的约定，不涉及公司、债权人、其他股东利益保护的问题。因此，参考国外案例普遍接受的观点，在领售权约定领售权的效力应当得到认可。

虽然并无直接公开案例，但在某外国律师事务所参与的上海某法院的一例涉及领售权的调解案件中（该律所披露了部分案件情况），权利义务人一方律师主张领售权条款不公平，法院对该观点予以驳斥，认为“仅从条款上看，极难认定领售权条款存在不公平之处”，间接认可了领售权条款的效力。

领售权的行使：虽然目前并无可供分析的案例，但在认可领售权条款效力的前提下，投资人应当具备通过法院强制执行其领售权的权利。当然，由于缺乏相关司法经验，实践中通过法院实现领售权确实有可能存在一定难度，为了避免领售权的可执行性问题所产生的不确定性，投资人可以考虑约定设置违反领售权条款的违约责任，使之更容易获得落地执行。

（二）随售权条款

随售权条款的商业意义：随售权（也称共同出售权）是指在其他股东（一般为创始人）转让其持有的公司股权时，投资人可按约定比例参与该等转让，与该创始人股东一起出售其持有的公司股权的权利。随售权条款一方面拓宽了投资人的退出途径，另一方面也限制了创始人对外转让其股权。

随售权条款的效力：在司法实践层面，目前也暂未见直接讨论随售权条款效力的案例。但与领售权类似，随售权同样是股东之间意思自治的范畴，原则上并无认定其无效的理由。

在2018年的一起上市公司并购某公司A的交易案例中，A公司股东B公司持有A公司77.41%，股东C合伙企业持有A公司22.59%股权且约定了随售权。该上市公司本打算收购B公司全部股权，从而实现对A公司的控制，而C合伙企业的LP就随售权问题向上海证券交易所举报，要求参与到本次交易之中。最终该上市公司就收购C合伙企业所持A公司股权事宜进行谈判并达成一致，但最终因多方因素放弃了本次交易。虽然该交易案例并非法院判例，但也体现了随售权条款的“威力”，一定程度上维护了投资人作为小股东的利益。

随售权的行使：在认可随售权条款效力的前提下，同样应赋予其可执行性。如新引入的投资者无法接受以同等条件同时收购投资人所持股权，则法院应当禁止投资人与义务方股东的交易；如新引入的投资者希望完成交易，则法院应强制要求其以同等条件收购享有随售权的投资人的股权。但同样由于缺乏相关案例可供参考，实践中通过法院实现随售权也有可能存在一定难度。

三、结论和建议

投资人特殊权利条款的设置投融资交易中十分常见且日益广泛，对于保护投资方利益、促进投融资交易繁荣均有积极意义。虽然部分约定在我国境内司法实践仍处于基本空白的状态，但相关约定均未与中国现行法律法规抵触，原则上应当对前述各类条款的效力予以认可。

结合前述分析以及最大限度预防风险的考虑，我们特从投资人的角度提出如下建议：

（一）尽可能选择更有执行力的条款设计方式

对于反稀释权条款，如前述分析，由于通过目标公司另行向投资人增发新股的方式以能够作出有效的增资决议为前提，存在一定的不确定性。因此，需要重点考虑便于执行的约定方式，例如约定由初始股东以名义对价向投资人转让部分股权的方式履行的反稀释权条款。

对于领售权、随售权条款，虽然我们认为该等条款的效力应当得到认可，但考虑到相关司法经验的不足，投资人通过法院确认并强制执行该等权利可能会存在实践上的困难。因此，如果领售权、随售权是交易中投资人比较看重的条款，是否需要约定相应的违约责任，也是需要进一步考虑的问题。

（二）通过全体股东签署的公司章程或《股东协议》确认投资人的特殊权利

在上述各类特殊权利条款中，部分条款（如优先认购权、优先购买权等）不仅涉及投资人、**创始人**双方利益，还涉及公司治理的安排以及其他股东的权益。因此，投资人可以根据商业上的安排，尽可能确保其约定对应权利条款的投资文件得到其他股东的同意，并由全体股东进行签署。

（三）注意行使权利的期间限制

对于前述优先认购权、优先购买权条款等涉及第三方利益的权利之行使，投资人需要特别注意行权的时间：

1. 对于优先购买权的行使，投资人应注意《公司法解释（四）》第 19 条规定，在收到拟转让股东的书面通知后，及时作出决定；如希望行使优先购买权，应及时（一般 30 日内）提出购买请求。
2. 如果发现优先购买权、优先认购权受到侵害，均应及时通过诉讼途径寻求救济。其中，对于优先购买权受侵犯的救济，《公司法解释（四）》第 21 条作出明确规定，即应在知道或者应当知道行使优先购买权的同等条件之日起三十日内主张，且最晚不得超过股权变更登记之日起 1 年。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

刘静

电话： +86 10 8525 4692

Email: jing.liu@hankunlaw.com