

2017年8月29日

环球法律专递

GLO Legal Updates



VC/PE 之“股东优先购买权”相关法律问题简析

作者：王武

本文拟就 VC/PE 投资领域中与股东优先购买权相关的一些法律问题进行简要的探讨和分析，并主要围绕境内投融资结构展开讨论，同时结合境外投融资结构中的股东优先购买权的法律实践作一些比较研究和分析。

另外，值得注意的是，最高人民法院于今日（即 2017 年 8 月 28 日）正式公布了《公司法司法解释四》，所以本文也会结合《公司法司法解释四》的最新规定讨论与股东优先购买权相关的一些内容。

注：为本文之目的，“境外投融资结构”指包括 VIE 结构在内的红筹结构，通常其融资主体为一家开曼公司；而“境内投融资结构”中的融资主体则为一家境内有限责任公司。

目录

- 一、二元股权结构下的股东优先购买权
- 二、对于创始人股东转股，境内外优先购买权的差异
- 三、对于投资人股东转股，境内外优先购买权的差异
- 四、投资人股东是否可以主张优先购买部分拟转让的股权？
- 五、投资人股东对于间接转股的优先购买权
- 六、结语

正文

一、二元股权结构下的股东优先购买权

对于境内有限责任公司，在股东之间没有约定或没有另外约定的情况下，股东优先购买权的基本规则是：

（一）股东之间转股，其他股东不享有优先购买权（参见下注）；

（二）股东向股东以外的主体转股，其他股东享有在同等条件下的优先购买权；

注：关于股东之间转股，之前于 2016 年 4 月发布的《公司法司法解释（四）》（征求意见稿）第 23 条曾拟规定：“有限责任公司的股东之间相互转让其全部或者部分股权，其他股东主张优先购买的，不予支持，但公司章程另有规定的除外”。但是，于 2016 年 12 月 5 日被审议通过，并于今日正式公布且将于 2017 年 9 月 1 日起施行的《公司法司法解释（四）》删除了该条规定。虽是如此，目前理论界和实务界都普遍认为，股东之间转股不适用优先购买权，除非股东之间另有约定。鉴于正式发布的《公司法司法解释（四）》并未明确规定此点，所以稳妥起见，相关方可以考虑在公司章程或股东协议中明确规定股东之间转股是否适用优先购买权。

上述两项规则简单明了，似无过多讨论必要。但是在 VC/PE 投资领域，我们往往会“二元化”公司股权结构，即将公司股东划分为创始人股东和投资人股东，并在此基础上类型化具体的转让情形，所以在不少具体项目中，我们可能会根据实际情况对上述有关股东优先购买权的规则作进一步的拓展。同时，我国《公司法》也并不禁止股东对上述规则作另外的约定（但前提是不得导致股权实质上不能转让（参见下注）），所以这也使得“股东优先购买权”这个问题在 VC/PE 领域具有较大的灵活性，也呈现出一定的多样性。

注：《公司法司法解释（四）》（征求意见稿）第 29 条曾拟规定：“有限责任公司章程条款过度限制股东转让股权，导致股权实质上不能转让，股东请求确认该条款无效的，应予支持。”但是，于今日正式公布的《公司法司法解释（四）》删除了该内容。虽是如此，“股权转让自由”还是公司法的一项基本原则，所以我们在拟定相关条款时，还需对此谨慎对待。

二、对于创始人股东转股，境内外优先购买权的差异

对于创始人股东转股，我们可以将其类型化成如下三种情形：

(一) 创始人股东向其他创始人股东转股；

(二) 创始人股东向投资人股东转股；

(三) 创始人股东向股东以外的主体转股；

在 VC/PE 投资领域，对于上述三种情形，可能会作简单化处理，即投资人股东就上述三种情形都享有优先购买权；也可能作复杂化处理，即分别讨论上述三种转让情形之下，投资人股东是否享有优先购买权。当然，除投资人股东要求参与优先购买以外，其他创始人股东也可能会要求参与优先购买，这则要视项目情况而定。

另外，在境外投融资结构中，对于创始人股东转股，有些项目还会安排公司享有第一顺位的优先购买权，投资人股东享有第二顺位的优先购买权。但是，受限于中国的法律和司法实践，这种安排（主要指约定公司享有优先购买权的安排）在境内投融资结构中尚属罕见。

关于哪些主体可以享有优先购买权这个问题，还有一点值得探讨，即享有优先购买权的投资人股东是否可以指定非股东的第三方来行使其优先购买权？就这个问题，人民法院出版社出版的《公司诉讼的理论及实务问题研究》一书有如下介绍（具体参见该书 2008 年 12 月第 1 版第 341 页）：

有些国家规定股东不购买的，可以指定人购买。例如，《法国商事公司法》规定：拒绝同意转让出资的股东必须在自拒绝确定之日起 3 个月的期限内，按照民法规定的条件确定的价格购买或者指定人购买该出资。《日本有限公司法》第 19 条第 5 项规定：不同意转让时，由股东会指定转让对象，其购买价格依《日本商法》第 204 条确定。

同时，该书作者认为我国《公司法》（2013 年修订）第 71 条第 2 款之规定（即强制“反对股东”购买拟对外转让的股权）存在一定的问题，因为“其他股东无力购买转让的股权时，法律规定强制转让，让其他股东并不了解的第三人加入公司，违反了有限责任公司的人合性质”；该书作者进一步认为，“应当允许其他股东指定的第三人购买，允许其他股东了解和信任的第三人加入公司。这样规定，既可以避免因股东无力购买股权而让他们并不了解和信任的第三人加入公司的可能性，也可以保证股权转让自由，还可以维护有限责任公司股东之间的信赖关系，保持公司经营稳定”。

关于享有优先购买权的投资人股东指定非股东的第三方来行使其优先购买权的安排，目前可能在境内融资结构和境外投融资结构中尚不多见。但这样的安排对于

投资人股东而言，无疑可以更好更全面地保护其自身的权益，所以也值得投资人股东及其律师作进一步探讨。

三、对于投资人股东转股，境内外优先购买权的差异

对于投资人股东，我们也可以将其类型化成如下三种情形：

- （一）投资人股东向其他投资人股东转股；
- （二）投资人股东向创始人股东转股；
- （三）投资人股东向股东以外的主体转股；

一般来说，投资人股东并不希望其转股行为受到其他股东的优先购买权的限制，所以在境外投融资结构中，如果不就投资人股东转股情形下其他股东是否享有优先购买权作约定，那么在默认情形下，其他股东则不享有优先购买权。如华东政法大学副教授郑彧先生在《股东优先购买权“穿透效力”的适用与限制》一文中所作的如下介绍（该文系 2014 年度国家社会科学基金项目「“负面清单”背景下金融产品创新与金融监管改革研究」（项目批准号：14BFX092）的中期研究成果，载于《中国法学》2015 年第 5 期）：

基于有限责任公司那种“以资合为基础的人合”之特性，有限责任公司的股东将财产投资于公司的目的并不是单纯地为了培养与其他股东之间的信赖和亲密关系，而仍是试图追逐其投资利益的最大化。因此在有限责任公司股权转让问题上，即便基于“人合性”的保护，公司法也不得不对股权转让在便于股东收回投资和保护股东相互之间的信任关系之间找到平衡点。基于此等原因，在通过法律直接承认和保护股东优先购买权的基础上，法律对于股东优先购买权的强制性保护规则也在松动，其直接反应就是原来以法律明文确立的强制性规范向以股东或公司章程约定适用的任意性规范的转换，从形式上，对于股东优先购买权的保护问题上越来越多地出现倾向于自由转让的“除外”条款：即除非存在股东事先的特别约定，否则有限责任公司所持有的股权可全部或部分转让。比如，德国有限责任公司法并未直接规定股东的优先购买权，只是规定“可以通过公司合同为出资额的让与规定其他的要件，特别是可以规定，出资额的让与需要得到公司的承认”；而澳门商法典规定“股之生前移转可自由作出；但章程另有规定者除外。”而一向引领“公司立法潮流”的美国特拉华州对于有限责任公司股东优先购买权的作法则比较特殊，其将作为所有权的“股权”转让与作为成

员权 (membership right) 的“股东权”的转让完全分开，作为财产权的股权原则上可以自由转让，但作为享有股东权利的成员权不具有自动转让性，其股东权利的转让需经过其它非转让股东的确认。除此以外，美国公司法一般并未直接设置法定优先购买权，但会根据对有限责任公司闭锁性和人合性维护的需要，允许股东在公司章程、组织细则、股东之间的协议或者是公司和股东间的协议对股权转让做出限制，这些限制可以确保公司其他股东决定谁可以成为该公司的股东。

但是，在境内投融资结构中，可能需要特别注意的是，如果我们未就投资人股东转股情形下其他股东是否享有优先购买权作约定，那么对于投资人股东向股东以外的主体转股的情形，其他股东则享有法定的优先购买权。因此，在境内投融资结构中，如果投资人股东不希望自身的转股行为受到其他股东的优先购买权的限制，则需要在投融资文件中就此点作明确的约定。

四、投资人股东是否可以主张优先购买部分拟转让的股权？

对于股东是否可以主张仅优先购买部分股权的问题，早在 2003 年 11 月发布的《最

高院人民法院关于审理公司纠纷案件若干问题的规定（一）》（征求意见稿）的第二十七条中就作了如下规定：“有限责任公司股东主张优先购买部分股权，导致非股东因份额减少而放弃购买的，拟转让股权的股东可以要求主张优先购买权的股东受让全部拟转让股权，其拒绝受让全部股权的，视为放弃优先购买权。”

而后，《公司法司法解释（四）》（征求意见稿）第 24 条第 2 款曾拟规定：“有限责任公司的股东向股东以外的人转让股权，其他股东主张优先购买部分股权的，不予支持，但公司章程另有规定的除外。”但是，于今日正式公布的《公司法司法解释（四）》删除了该款规定。虽然，《公司法司法解释（四）》删除了该条规定，但是需要特别注意的是：

《公司法司法解释（四）》（征求意见稿）第 24 条第 1 款曾拟规定：“公司法第七十一条第三款所称的‘同等条件’，应当综合股权的转让价格、付款方式及期限等因素确定。”而《公司法司法解释（四）》第十八条（如下）在上述“转让价格、付款方式及期限”三个考虑因素的基础上，还增加了“数量”一项考虑因素。这可能说明了目前对于“部分行使优先购买权”的问题还不能简单地采用“一刀切”的处理方式。

第十八条 人民法院在判断是否符合公司法第七十一条第三款及本规定所称的“同等条件”时，应当考虑转让股权的数量、价格、支付方式及期限等因素。

对于部分行使优先购买权这个问题，目前也存在多种不同的观点。如前面提及的《公司诉讼的理论与实务问题研究》一书的作者就认为：“有限责任公司的股权是可分物，法律允许对其分割、部分转让。我国公司法并未禁止股东部分行使优先购买权，股东向股东以外的人转让其股权时，其他股东对转让的股权可以部分行使优先购买权”。此一观点明显与《公司法司法解释（四）》（征求意见稿）的观点不同。另外，刘俊海教授在法律出版社出版的《现代公司法》（2008年7月第1版）一书中则主张区分以下三种情况对待：

（一）如果股东乙仅愿意按照该股权转让合同规定的价款对股东甲出让的部分股权行使优先购买权，而第三人只愿意受让股东甲持有的全部股权、不愿意受让剩余股权时，股东甲可拒绝股东乙就部分股权行使优先购买权，并将股权转让给第三人；

（二）如果股东乙仅愿意对股东甲出让的部分股权行使优先购买权，第三人也愿意受让剩余股权，股东甲应将其所持股份一分为二，分别让渡给股东乙与第三人；

（三）如果股东乙愿意按照股权转让合同规定的价款对股东甲出让的全部股权行使优先购买权，则此种优先购买权应受到尊重。

对于部分行使优先购买权这个问题，美国风险投资协会的 Model ROFR and Co-sale Agreement (2012 Version) 也有如下注解：

The “all or nothing” concept contained in this paragraph (Forfeiture of ROFR Rights) makes the right of first refusal provisions less onerous for the Key Holder, in that the Company and the Investors cannot simply chip away at the deal he or she has struck with the Prospective Transferee; they must either purchase all of the Transfer Stock or let the sale to the Prospective Transferee proceed undisturbed, subject to the Right of Co-Sale. This paragraph would be particularly valuable to a Key Holder that had a controlling interest in the Company and was only able to attract a purchaser by offering to sell that interest to one party (who would not be interested in purchasing a smaller interest).

最后，就部分行使优先购买权这个问题，投资人股东可能需要注意的是，如果投资人股东未要求其有权仅就部分拟转让股权

行使优先购买权，那么可能不排除其他股东利用此点转移公司控制权的可能性。如在*浙江环益资源利用有限公司与谢建林股权转让纠纷案*（*杭州市中级人民法院*（2016）浙01民终5128号）和*浙江环益资源利用有限公司与陈华君股权转让纠纷案*（*宁波市中级人民法院*（2017）浙02民终1283号）中，就有8名股东将其所持股权中的占公司51%的股权整体打包出售给股东以外的主体，而浙江环益资源利用有限公司“就其中某两位股东拟出让的股权行使优先购买权的主张”最后并未得到法院的支持。

一般来说，在VC/PE投资实践中，对于创始人股东转股，投资人股东大都会要求其有权仅就部分拟转让股权行使优先购买权，而对于未被优先购买的拟转让股权，其他未行使优先购买权的投资人股东还可以选择行使其共同出售权（如有约定）。

五、投资人股东对于间接转股的优先购买权

对于间接转股，其他股东是否享有优先购买权这个问题，我国《公司法》并无规定，于今日正式公布的《公司法司法解释（四）》也未涉及此点。但就此问题，上海市一中院在*浙江复星商业发展有限公司诉上海长烨投资管理咨询有限公司财产损*

害赔偿纠纷案（*上海市第一中级人民法院*（2012）沪一中民四（商）初字第23号）中所主张的裁判观点是：通过间接转股方式恶意规避股东优先购买权的行为无效。

虽然有上述裁判观点，但是，一来我国法律并无明确规定；二来我国并非判例法国家；三来上述案例也并未被纳入指导性案例；所以，稳妥起见，在创始人股东间接持股的情况下，投资人股东应考虑要求创始人股东的持股平台与创始人股东一同作为投融资协议的一方，并且要求投资人股东的优先购买权不仅适用于创始人股东的持股平台转让公司股权的情形，同时也适用于创始人股东转让其持股平台股权的情形。（另外，投资人股东还需考虑创始人股东持股平台通过增发方式“转移公司股权”的情形）。

六、结语

就VC/PE投资而言，境内投融资结构无疑借鉴和移植了境外投融资结构中的投资人优先权体系和结构。而得益于中国公司法不断增强的开放性和包容性，以及中国法律实务工作者对相关法律的理解和运用，在前述借鉴和移植的过程中并未出现较大的“排异反应”。但境内外法律制度毕竟存在一定的差异，所以我们在借鉴和移植过程

中可能需要特别注意这些差异，以及研究这些差异所可能带来的问题，并在现有法律制度和框架下予以妥善应对。（完）

王武为环球律师事务所常驻北京的合伙人律师，其主要执业领域为「投融资与并购」，包括私募股权投资与风险资本投资、基金设立、外商投资与并购、海外投资与并购、境内外股票发行与上市等。

邮箱：wangwu@glo.com.cn

版权. 环球律师事务所保留对本文的所有权利。如需转载，请注明作者姓名、作者单位以及文章来源，并保证文章的完整性。

免责声明. 本文及其内容并不代表环球律师事务所对有关法律问题的法律意见，同时我们并不保证将会在载明日期之后继续对有关内容进行更新，我们不建议读者仅仅依赖于本文中的全部或部分内容进行任何决策，因此造成的后果将由行为人自行负责。如果您需要法律意见或其他专家意见，我们建议您向具有相关资格的专业人士寻求专业帮助。



微信号：[globallawoffice](https://www.glo.com.cn)