

君合专题研究报告

2023年7月13日

拖售权条款的效力及可执行性研究（中篇）——基于比较案例的视角

在本文的上篇中，我们主要介绍了拖售权条款在国内的实践情况，并对在国内执行拖售权条款的法律及操作障碍进行总结与分析。然而，目前国内可供参考的司法裁判案例数量并不多。合同法、公司法是各大法系共同之处相对较多的法域，既然作为舶来品的拖售权条款在我国的司法裁判案例极少，我们将视线转向其他国家或者地区。

在本篇中，我们将聚焦于拖售权条款在其他法域中的典型案例并分析其可执行性，以求可供借鉴的他山之石。

一、拖售权条款在其他法域的可执行性及其典型案例介绍

通过检索，我们发现至少香港特别行政区（下称“香港”）、英国、美国、巴哈马国均有认可拖售权条款效力并执行拖售权条款的案例。我们检索到的案例主要为诉讼案例，也包含个别仲裁案例。

（一）其他法域执行拖售权条款的典型案例概要

1. 香港法案例：F公司并购某外卖平台

R Holding 公司是一家注册于开曼群岛的公司，R Holding 公司的主要运营品牌为中国某外卖平台。

2015年8月，G上市公司通过下属全资子公司出资9,000万美元增资R Holding公司。R Holding公司的投资人包括F公司旗下全资控股香港子公司F1公司以及G上市公司下属全资子公司等。

2017年8月24日，各投资人签署的优先购买权及共同出售协议（下称“ROFR协议”，准据法为香港法）约定了强制拖售权的安排¹：若R Holding公司未来发生并购、重组、资产买卖、股权买卖、控制权变更等重大清算事件时，在F1公司、R Holding公司多数优先股股东以及多数普通股股东书面同意的情况下，其它未书面同意的股东必须接受并执行交易安排，并且R Holding公司任何董事可以代表未书面同意的股东签署交易文件。²

2018年2月，F1公司向R Holding公司全体股东表达收购意向。

2018年4月2日，G上市公司收到R Holding公司通知，F1公司、R Holding公司多数普通股以及优先股股东已书面同意将其所持有的R Holding公司股权转让给F1公司，已达到拖售权的条件。由于G上市公司未向R Holding公司发出书面同意意见，时任董事张某已代表G上市公司签署全部

¹<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1329099/000119312519076779/d657854dex452.htm>, 最后访问日期2023年4月16日。

²G公司《关于对外投资R Holding的进展公告》（公告编号：2018-011），2018年4月2日。

交易文件。G上市公司将必须接受本次交易安排，将所持有的全部 R Holding 股份转让给 F1 公司，交易对价为 1.847 亿美元。³

2018 年 5 月 10 日，G 上市公司公告 F1 公司已按照所签署交易协议的安排向 G 上市公司支付 R Holding 公司股权交易价款，并完成股权交割。⁴

2. 英国高等法院、上诉法院在两个案例中承认拖售权条款的可执行性，并就拖售是否构成不公平损害或善意进行阐述

2014、2015 年的“Arbuthnott v Bonnyman and others”⁵案件的争议焦点涉及拖售权条款的效力，该案主要案情如下：

(1) Charterhouse Capital 是英国历史最悠久的私募股权投资公司之一，于 2001 年通过管理层收购从 HSBC 分拆而来。包括 Geoffrey Arbuthnott（下称“Arbuthnott”）、James Gordon Bonnyman（下称“Bonnyman”）等在内的 16 名的投资经理（下称“创始股东”）组成了 2001 年的管理层收购团队，创始股东最初计划在管理层收购后募集两支基金后退出。

(2) 2001 年 6 月 15 日，创始股东在内的全体标的公司股东签订股东协议，并约定了在多数创始股东同意寻求退出的情况下，股东均同意配合退出并以不低于同类别股东的条件向意向受让方出售所持的标的公司股权的拖售条款。⁶

³ G 公司《关于对外投资 R Holding 的进展公告》（公告编号：2018-011），2018 年 4 月 2 日。

⁴ G 公司《关于 R Holding 股权交割完成的公告》（公告编号：2018-045），2018 年 5 月 10 日。

⁵ [2015] EWCA Civ 536, 2015 年 5 月 20 日。

⁶ 7. EXIT

7.1 Each of the parties confirms its intention to seek an Exit within eight years of the date of this Agreement or such later date as the Founder Majority may specify.

7.2 Each of the parties (other than the Company) hereby agrees that if a Founder Majority (excluding any Founder who is a proposed purchaser or is connected with a proposed purchaser involved in the Exit and, for this purpose, a Founder will be connected to a proposed purchaser if such a purchaser is a "connected person" within the definition of Section 839 of the Income and Corporation Taxes Act 1988) agrees to pursue an Exit at any time after the date of this Agreement, he will cooperate in the pursuit of the Exit and will agree to sell all the shares in the capital of the Company held by him to the

(3) 2011 年 11 月左右，含持股 18% 的第一大股东兼 CEO Bonnyman、持股 8.9% 的第二大股东 Arbuthnott 在内的最初 16 名投资经理兼创始股东已经决定或打算退出标的公司，前述的创始股东持有标的公司超过 50% 的股权。继续经营的投资经理顾虑这种股权与经营权的脱节将导致募集投资时遇到障碍，为此，2011 年 11 月 11 日，继续经营的投资经理实际控制的 Watling Street Limited（下称“WSL 公司”）向创始股东发出收购其股权的要约。Arbuthnott 认为收购价格过低，不同意本次收购。2012 年 2 月 6 日，除 Arbuthnott 以外的其他创始股东均按照 WSL 公司的要约完成了转让。

(4) 2014 年 4 月 18 日，Arbuthnott 以标的公司、Bonnyman 以及标的公司的创始股东、WSL 公司等 19 个主体为被告提起诉讼，主张拖售权条款构成 2006 年公司法第 994（1）条规定的不公平损害（unfair prejudice）。英国高等法院、上诉法院在该案中认可了拖售权条款的效力，并驳回了被拖售股东 Arbuthnott 关于不公平损害（unfair prejudice）的主张。

此外，在 2018 年“Cunningham v Resourceful Land Ltd and others”⁷中，英国高等法院不仅认可了拖售权条款的效力，而且就拖售是否构成善意进行阐释，我们将在下文进行详细的分析。

3. 美国不少州认可拖售权条款效力，特拉华州司法实践较为成熟、案例丰富

公司法在美国属于州法范畴，各个州存在较大的差异。但是早在 2012 年，全美范围内已有 18 个案例在公司法语境下涉及了拖售权，且全部 18 个案例均在认可拖售权可执行性的前提下展开讨论，没有当事人在任何一个案例中主张拖售权不可执行。⁸

proposed purchaser provided that the terms on which he is required to sell his shares are no less favorable to him than those being offered to any other shareholder holding shares of the same class.

⁷ Chancery Division Insolvency and Companies Court, [2018] EWHC 1185 (Ch), May 2, 2018.

⁸ Markus May, Shareholder Drag Along Rights in Illinois,

以特拉华州为例，在 2006 年的“Minnesota Invco of RSA #7, Inc. Vs. Midwest Wireless Communications LLC”案件中，特拉华州衡平法院在处理一个被拖售小股东以签订在后的优先购买权条款对抗在后的拖售权条款及其触发的拖售时，通过合同解释的方式，认为被告有权依据在后的拖售权条款完成交易。⁹虽然在该案例中，特拉华州衡平法院没有明确认可拖售权条款的正当性，但仍然保护了拖售权条款设计的交易秩序。此后，2015 年特拉华州衡平法院在 Halpin v. Riverstone National, Inc¹⁰、2021 年特拉华州最高法院在 Manti Holdings, LLC, et al. v. Authentix Acquisition¹¹明确认可拖售权条款的效力及可执行性。

科罗拉多州 2022 年的一则仲裁司法审查案例披露，在一个涉及拖售权的案例中，美国仲裁机构 Judicial Arbitrator Group 裁决支持了多数股东关于要求小股东履行拖售义务的请求。¹²

4. 巴哈马国案例在当地仲裁法支持下，以禁止令的方式在拖售争议解决前执行拖售权条款

在巴哈马国的 2018 年的 Vernes Holding Ltd v. Lyford Holdings N.V.¹³案例中，我们看到，在当地仲裁法的支持下，拖售权条款甚至在实体争议解决之前，就可以通过禁止令等临时性救济的方式被认可及执行。

作为上诉人的少数股东 Vernes Holding Ltd（下称“Vernes”）与被上诉人的多数股东 Lyford Holdings N.V.（下称“Lyford”）之间于 2014 年达成的股东协议存在拖售约定：如多数股东决定向受让方转让其部分或全部持股，多数股东可以通知其余股东按照同等条件按比例向受让方转让股权，其余股东对转让必须给与充分及自愿的同意

（“full and voluntary” consent）¹⁴。

2017 年，Lyford 决定向第三方出售全部持股并要求 Vernes 转让其持股。Lyford 与第三方签订了转让协议，收到 Lyford 通知后，Vernes 并未配合，并根据股东协议约定的仲裁条款提起了仲裁。

仲裁过程中，Lyford 根据当地仲裁法第 55 条的规定，向最高法院（the Supreme Court）申请了禁止令，要求强制 Vernes 按照拖售权条款的约定将股权转让给第三方。Vernes 以实体争议正在仲裁为由要求中止禁止令申请程序。最高法院支持了 Lyford 的申请。Vernes 向上诉法院（the Court of Appeal）提起上诉，上诉法院驳回了其请求并决定由 Vernes 承担上诉费用。

（二）他山之石：域外司法实践如何解决中国法面临的相同退出难题

如本文上篇所述，在拖售权条款有效的情况下，在中国法背景下执行拖售权仍需解决系列障碍。我们注意到，其他法域同样存在类似的问题，并且部分法院已经作出相当充分的说理，我们仅选取几个典型案例与拖售权条款相关的部分进行详细说明。

1. 美国特拉华州“Manti Holdings, LLC, et al. v. Authentix Acquisition”案例：老练、被充分代表的股东对异议评估权的事先放弃约定有效

¹⁴ “14.1 If Hottinger Holdings N.V. [now Lyford] seeks to transfer, directly or indirectly, any or all of its shares (for the purposes of this paragraph called the “Selling Shareholder”) to a purchaser (“the Proposed Purchaser”) the Selling Shareholder may by notice to the remaining Shareholders, demand that the remaining Shareholders transfer a pro rata portion based on the percentage of Shares being transferred by the Selling Shareholder to the Proposed Purchaser (“the Drag Along Option”). If the Selling Shareholder exercises its Drag Along Option, the other Shareholders and their representatives in the Board of Directors fully and voluntarily hereby consent to so transfer their Shares to the Proposed Purchaser on the same terms and conditions under which the Selling Shareholder shall transfer its Shares to the Proposed Purchaser; provided however that no Shareholder shall be required to assume any liability or obligation in connection with such sale without his or her consent except with respect to customary representations as to such Shareholder’s title to the Shares being transferred and the due authority and authorization, if necessary, to transfer such Shareholder’s Shares.”

Illinois Bar Journal, June 2012, Vol. 100.

⁹ Minnesota Invco of RSA #7, Inc. Vs. Midwest Wireless Communications LLC, 903 A.2d 786 (2006).

¹⁰ C.A. No. 9796-VCG.

¹¹ Del., 261 A.3d 1199 (2021).

¹² 2022 WL 17982944.

¹³ SCCivApp No. 210 of 2018.

2008 年，Manti Holdings 及系列原告¹⁵成为 Carlyle Holdings 设立的 Authentix Acquisition Company, Inc.（下称“Authentix 公司”）的普通股股东。Manti Holdings 及系列普通股股东在 2008 年签订的股东协议约定：如董事会及 Carlyle Holdings 的多数股东批准公司出售，每个股东均应同意且不反对此类交易，并避免（refrain）对此类交易行使评估权（the “Refrain Obligation”，下称“克制义务”）¹⁶。

2017 年，Authentix 公司与第三方合并，导致 Manti Holdings 的股票被注销并转换为合并对价。Manti Holdings 依据 Delaware General Corporation Law（《特拉华州普通公司法》，下称“DGCL”）第 262 条“股份评估权”规定，要求 Authentix 公司进行评估不成后向衡平法院提起诉讼，要求进行评估。2018 年，衡平法院以 Manti Holdings 在股东协议中放弃了评估权为由驳回 Manti Holdings 的请求。Manti Holdings 提起上诉后，最高法院维持了衡平法院的认定。

DGCL 第 262 条“股份评估权”规定：“（一）本州公司的任一股东，根据本条第（四）款规定就其持有的股份提出评估要求的，如果提出评估要求之日持有股份，且直到吸收合并或者新设合并生效之日仍然持续持有，在其他方面符合本条第（四）款的规定，没有对吸收合并或者新设合并表决赞成，也没有根据本编第 228 条的规定书面形式表示同意，那么，在本条第（二）款和第（三）款规定的情形下有权得到衡平法院对其持有股份公平价值的评估。……”¹⁷围绕着评估权能否放弃，Manti Holdings 的几点理由及特拉华州衡平法院、最高法院（下称“特拉华法院”）的回应

¹⁵ 除了 Manti Holdings, LLC 之外，本案原告还有 Malone Mitchell, Winn Interests, Ltd., Equinox I. A Tx, Greg Pipkin, Craig Johnstone, Tri-C Authentix, Ltd., David Moxam, Lal Pearce, and Jim Rittenburg。为了案例介绍的简便，此后均以 Manti Holdings 代称全部原告。

¹⁶ “[I]n the event that . . . a Company Sale is approved by the Board and . . . the Carlyle Majority, each Other Holder shall consent to and raise no objections against such transaction . . . , and . . . [shall] refrain from the exercise of appraisal rights with respect to such transaction” (the “Refrain Obligation”)

¹⁷ 徐文彬、戴瑞亮、郑九海：《特拉华州普通公司法》（最新全译本），中国法制出版社 2010 年版，第 143 页。

如下：

第一、股东协议使用的表述为“克制”，股东协议没有放弃评估权，Manti Holdings 没有同意放弃在合并完成后申请评估的权利，事实上“克制”而非“放弃（waive）”的用语也表明了这一点。特拉华法院认为，克制义务很明显延伸至合并完成后，因为无论 Manti Holdings 在合并完成之前还是之后要求评估，司法评估权只有在合并完成后才能真正启动。

第二，Authentix 公司并非股东协议的当事人，无权申请执行克制义务条款。特拉华法院认为，合并后的 Authentix 公司将是禁止义务的预期受益人，并且因为它将负责向申请人支付公允价值的实体评估程序，因此 Authentix 公司可以执行股东协议约定的克制义务。

第三，即便股东协议使用的表述“克制”构成了对评估权的放弃，DGCL 第 151（a）条阻止了事前放弃评估权。特拉华法院认为，DGCL 第 151（a）条针对股票的限制，但本案中克制义务属于对股东个人而非股票本身施加的限制。

第四，Manti Holdings 声称因无法提前知道交易的细节，事前放弃是被禁止的。特拉华法院认为，可以预见的是，Authentix 公司将寻求合并、执行股东协议中的克制义务条款，Manti Holdings 是老练的、有律师代表协助协商条款的主体，并认为未来的合并对注销的股票支付了足够的对价，才会签订股东协议及达成克制义务条款。

第五，Manti Holdings 允许放弃评估权会破坏公司和替代实体之间的区别。特拉华法院认为，DGCL 在第 102（b）和 109 节中为公司注册证书和章程提供了灵活性，且 DGCL 是一项授权法案。评估权并非是平衡公司不同利益方的重要权力从而使得老练且知情的股东不能放弃评估权以换取有价值的对价。在得出这一结论时，特拉华法院指出几点重要事项：（1）允许优先股股东享有评估权的最低限度例外以及有效放弃评估权的拖售权条款的存在表明，事前放弃评估权是允许的；（2）DGCL 的其他条款包含的禁止章程修正案或

章程废除其赋予的权利的用词没有在第 262 条中出现，因此第 262 条并非是禁止性条款；（3）本案涉及与股东协议中经验丰富且知情的内部人员谈判以换取有价值的交易安排，而非在几乎没有讨价还价的情况下对小股东强制执行。如几乎毫无讨价还价能力的小股东或缺乏重要信息的局外人事先放弃评估权，这些情况下放弃可能无法强制执行。

Valihura 法官的反对意见也相当有力，特此一并摘录供参考。Valihura 法官认为：（1）股东协议中使用“克制”而不是“放弃”很重要，克制义务充其量是模棱两可的，因此并不代表明确放弃评估权；（2）考虑到替代实体的可用性以及为私人 and 公共公司制定不同规则的可能性，任何此类放弃都应出现在公司注册证书或章程中，而不能仅以股东协议的方式作出；（3）评估是一项强制性的法定权利，旨在补偿股东对某些交易失去否决权，并作为对不公平价格执行交易的威慑力量，不应被放弃。

2. 英国 “Cunningham v Resourceful Land Ltd and others” 案例：如何认定拖售是否善意

在 “Cunningham v Resourceful Land Ltd and others”¹⁸ 案中，2013 年 4 月 3 日，Resourceful Land Ltd（下称“RLL 公司”）的 5 名股东达成的股东协议包含拖售安排：如 3 名原有的多数股东将持股转让给善意（bona fide）、无关联的（arm's length）受让方，3 名股东可以要求剩下 2 名少数股东在同等条件下转让股权¹⁹。同时，股东协议还约定如 2 名少数股东拒绝的，RLL 公司在收到转让对价后可以代表 2 名股东签署转让文件。

2017 年，RLL 公司为了开发土地急需融资，

¹⁸ Chancery Division Insolvency and Companies Court, [2018] EWHC 1185 (Ch), May 2, 2018.

¹⁹ 协议原文为 “wish to transfer all their interest in Ordinary shares (Callers' Shares) to a bona fide arm's length purchaser (Third Party Purchaser) the [Syndicate Shareholders] have the option (Drag along Option) to require all other Shareholders (together the Called Shareholders) to sell and transfer all their Shares upon the same terms to the Third-Party Purchaser or as the Third-Party Purchaser shall direct in accordance with this clause 8.”

潜在投资人 Privilege Finance Ltd（下称“Privilege 公司”）提供的融资以收购 RLL 公司全体股东股权为前提²⁰。RLL 公司仅有 3 名原有股东同意被收购，因此 RLL 公司向剩余 2 名少数股东发出拖售通知，要求其向 Privilege 公司转让股权，并完成了在英国公司注册处的股东变更登记。

被拖售的股东之一 Angus Cunningham（下称“Cunningham”）以拖售交易违反拖售权条款为由，向英国高等法院起诉 RLL 公司等，要求英国公司注册处将其被拖售的 270 股 RLL 公司股权的股东从 Privilege 公司变更为 Cunningham。

Cunningham 提出了三个理由：（1）案涉的拖售安排并非股东协议拖售权条款约定适用的转让情形；（2）交易本身并非出于善意；（3）交易并非拖售权条款约定适用的无关联交易。

Cunningham 认为交易并非善意的理由包括：

（1）Privilege 公司的融资以并购股权为条件，利用了 RLL 公司资金匮乏的困境；（2）RLL 公司的股权转让没有公开进行，价值可能被低估。英国高等法院认为：（1）多数股东与 Privilege 公司之间不存在其他附带交易，多数股东也没有因此获得附带的优惠条件，Privilege 公司平等地对待了全体股东，交易匆忙进行是因为 RLL 公司的财务状况紧急，短时间内难以获得新的投资；（2）Cunningham 本人并无受让的意向，也没有举证证明存在此类潜在受让 RLL 公司股权的市场需求，潜在第三方 Grove 虽然表露了受让 RLL 公司股权的意向，但 Grove 的要约没有约束力，而且存在诸多条件与不确定性。

3. 美国特拉华州 “Halpin v. Riverstone National, Inc” 案例：未按照协议约定履行通知程序的拖售请求将被拒绝

2009 年 6 月 5 日，持有 Riverstone National 公司（下称“Riverstone 公司”）约 9% 股权的 Michael C. Halpin（下称“Halpin”）等 5 名少数股

²⁰ 实际的交易安排是 Privilege Finance Ltd 新设子公司收购 RLL 股东股权，并向原股东 RLL 发行股份，为简化案例描述，案例仍以 Privilege Finance Ltd 为受让方。

东与 Riverstone 公司达成的一份协议（案例原文将之概称为股东协议）约定了少数股东的权利义务。股东协议第 3 条约定，当公司的其他占 91% 的多数股东 CAS Capital Limited（下称“CAS 公司”）行使控制权交易或合并时，CAS 公司可行使领售权。根据股东协议第 3 条，当公司遇到控制权变更交易时，公司在交易发生至少 10 天前或要约要求的其他期限内以书面方式通知 5 名少数股东的，CAS 公司可要求这 5 名少数股东一起出售股份。如 Riverstone 公司需 5 名股东行使其投票权同意该等交易，Riverstone 公司应在法律、公司注册证书及章程规定的为批准该等交易而召开的股东大会期限内向 5 名股东发出通知。²¹

2014 年 5 月 29 日，CAS 公司在未向少数股东提供任何事先通知的情况下，与第三方 Greystar Real Estate Partners, LLC（下称“Greystar 公司”）签订合并协议。2014 年 6 月 2 日合并协议生效。

2014 年 6 月 9 日，Riverstone 公司向少数股东发出通知，声明多数股东将行使拖售权，要求 5 名少数股东投票支持交易。2014 年 6 月 19 日，

Halpin 及另 1 名少数股东起诉要求行使评估权。2014 年 8 月，Riverstone 公司对 5 名少数股东反诉，要求 5 名股东实际履行拖售权条款。

特拉华州法院重点审查了 Riverstone 公司是否适当地行使了拖售权条款并驳回了 Riverstone 公司的实际履行请求：（1）股东协议第 3 条的文义指向尚未发生或尚未完成的交易，Riverstone 公司要求 5 名少数股东实际参与并投票的交易，是已经完成的交易，与股东协议约定不符；（2）股东协议第 3 条要求提前通知，很明显 Riverstone 公司并未履行通知程序；（3）Riverstone 公司要求少数股东实际履行拖售权，实际是要求少数股东放弃评估权。然而，股东协议的条款没有明确要求股东放弃 DGCL 规定的法定评估权，而是通过要求股东强制出售或投票的方式实现放弃评估权的效果。因 Riverstone 公司没有按照协议条款约定行使拖售权，少数股东有权继续行使评估权。

特别感谢君合深圳办公室张建伟律师、赵蒙蒙律师及香港办公室谢嘉豪律师对本文的支持与贡献。

²¹ [I]f at any time any stockholder of the Company, or group of stockholders, owning a majority or more of the voting capital stock of the Company (hereinafter, collectively the “Transferring Stockholders”) proposes to enter into any [Change-in-Control Transaction], the Company may require the Minority Stockholders to participate in such Change-in-Control Transaction with respect to all or such number of the Minority Stockholders' Shares as the Company may specify in its discretion, by giving the Minority Stockholders written notice thereof at least ten days in advance of the date of the transaction or the date that tender is required, as the case may be. Upon receipt of such notice, the Minority Stockholders shall tender the specified number of Shares, at the same price and upon the same terms and conditions applicable to the Transferring Stockholders in the transaction or, in the discretion of the acquirer or successor to the Company, upon payment of the purchase price to the Minority Stockholders in immediately available funds [(the “Participation Right”)]. In addition, if at any time the Company and/or any Transferring Stockholders propose to enter into any such Change-in-Control Transaction, the Company may require the Minority Stockholders to vote in favor of such transaction, where approval of the shareholders is required by law or otherwise sought, by giving the Minority Stockholders notice thereof within the time prescribed by law and the Company's Certificate of Incorporation and By-Laws for giving notice of a meeting of shareholders called for the purpose of approving such transaction [(the “Voting Right”)]. If the Company requires such vote, the Minority Stockholder agrees that he or she will, if requested, deliver his or her proxy to the person designated by the Company to vote his or her Shares in favor of such Change-in-Control Transaction.

张愉庆 合伙人 电话：86-755 2939 5278 邮箱地址：zhangyq@junhe.com

周怡彬 律 师 电话：86-755 2939 5256 邮箱地址：zhouyibin@junhe.com

杨思涵 律 师 电话：86-755 2939 5281 邮箱地址：yangsihan@junhe.com



本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。